

지주
(Positive)

패러다임 시프트

| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 주요 도표.....	04
III. NAV 할인율은 당연하지만, 당연하지 않아.....	06
지주회사 제도.....	06
IV. 거버넌스 개혁 중.....	12
1. 상법 개정.....	14
2. 기타 제도 개선.....	17
3. 거버넌스 개혁의 기대효과.....	20
V. 왜 지주회사를 사야하는가?.....	31
1. 거버넌스 개혁에 따른 지주회사 수혜.....	31
2. NAV 확장을 위한 지주사의 컨트롤타워 역할.....	35
VI. 투자전략.....	38
VII. 기업분석.....	41
1. SK (034730).....	42
2. LG (003550).....	47
3. 한화 (000880).....	52
4. CJ (001040).....	58
5. 코오롱 (002020).....	63

I. 핵심 요약

지주업종, Postive 제시	지주업종에 대하여 비중확대(Positive) 의견을 제시하며, 커버리지를 개시한다.
거버넌스 개혁으로 할인율 축소 전망	현재 우리나라는 거버넌스 개혁이 진행되고 있다. 자본시장이 선진화되면서 주주의식이 고취되고 있는 현 상황에서 제도적 보완까지 이뤄지고 있는 것이다. 상법이 3차례 개정되었으며, 세법 개정 등도 논의가 되고 있다. 이와 같은 거버넌스 개혁의 핵심은 기업의 의사결정이 '대주주' 중심에서 '전체 주주' 중심으로 확장되면서, 종국적으로 이해상충 가능성이 있었던 '대주주'와 '소액주주' 간의 주주 권익 방향성을 동일하게 만드는 데 있다고 판단한다. 거버넌스 개혁은 지주회사의 NAV 할인율 축소에 긍정적 영향을 줄 것으로 전망한다. NAV 할인율에는 여러 이유가 있겠지만, 그 중 하나가 의결권에 대한 가치라고 판단한다. 대주주 중심으로 기업의 의사결정이 진행되면서, 소액주주의 의결권 가치에 대해서는 인정받기 어렵게 되는 것이다. 이는 자회사의 의사결정에도 지주회사의 주주가 간접적으로 보유하고 있는 자회사의 지분율만큼의 의결권을 사실상 행사할 수 없다는 점까지 고려되면서 NAV 대비 할인율이 반영되게 되는 것이겠다. 그런데 거버넌스 개혁으로 소액주주가 가진 의결권의 가치가 되살아나고 있다. 이는 NAV 할인율의 축소로 연결될 수 있다.
지주회사로의 기업집단의 부가 집중될 것	또한 기업집단의 자본 조달 측면에서 지주회사의 역할이 강화되면서 지주회사로의 부의 집중이 나타날 수 있을 것으로 전망한다. 지금까지 기업집단의 자본조달 방식은 자회사의 투자 유치와 IPO 이후 구주주 Exit의 방식으로 이뤄졌다. 하지만 중복상장이 더 이상 용인되지 않는 현 상황에서 자회사가 아닌 지주회사 중심의 자본조달 방식으로 패러다임 전환이 예상된다. 우선 생각해볼 수 있는 것은 기업집단의 부가 배당 등의 방식으로 지주회사에 집중되며, 해당 재원을 투자가 필요한 자회사에 출자하는 방식이겠다. 비핵심 자산 매각이나, 일부 지분 매각으로 자본효율성을 강화할 수도 있겠다. 이를 통해서도 재원이 부족할 경우에는 지주회사 단에서의 유상증자 가능성이 대두될 수 있는데, 유상증자의 선결조건은 PBR 1배가 될 가능성이 높다. 이 때문에 선결조건인 PBR 1배 달성을 위한 지배구조 개편, 주주환원 정책 등 다양한 주가 부양 정책이 제시될 수 있을 전망이다.
최선호기업 SK, 관심기업 코오롱 제시	지주회사 내 선호도는 'NAV 할인율 보다는 NAV 자체의 확장 가능성'을 중심으로 우선적으로 판단할 필요가 있겠으며, 상장사보다는 비상장사가 지주회사의 NAV 확장을 주도하는 것을 선호한다. 당사 지주업종 최선호주로는 SK를 제시한다. 커버리지 중 가장 자본조달 측면에서의 역할이 부각되는 지주회사가 될 것으로 보이고 브랜드로열티 증가와 SK에코플랜트와 SK팜테코 등 비상장 자회사 성장이 기대되기 때문이다. 관심기업으로는 현 시점에서 NAV 할인율이 과도하고, 중국 아웃도어 시장 개화에 따라 Kolon sport china 성장이 기대되는 코오롱을 제시한다.

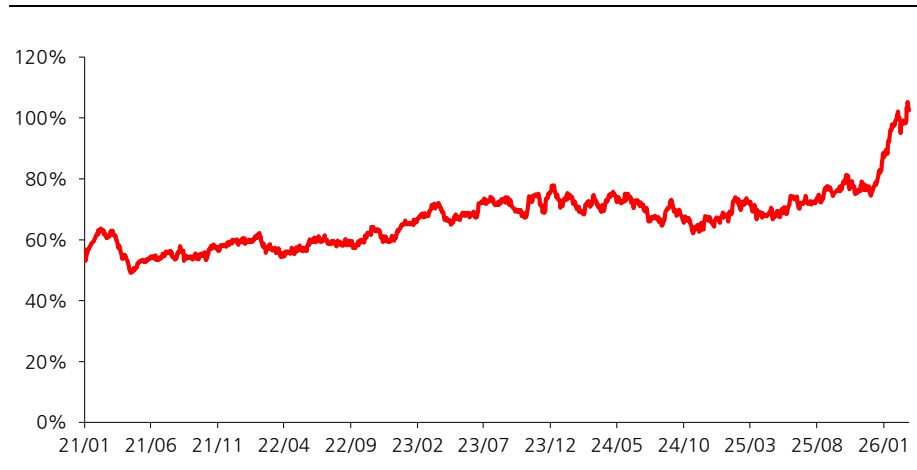
II. 주요 도표

[표1] 1, 2, 3차 상법개정 주요 내용

항목	내용
1차 상법개정	이사의 충실의무 대상으로 주주 추가 사외이사 명칭을 독립이사로 변경, 의무 선임 비율 1/3으로 상향 조정 감사위원회 선임/해임에 있어 발행주식총수 3% 초과 여부를 항상 특수관계인 등과 합산하여 판단
2차 상법개정	자산 2조 원 이상 상장회사는 더 이상 정관으로 집중투표제 배제 불가 자산 2조 원 이상 상장회사의 감사위원 분리선출 의무 인원이 기존 1명에서 2명으로 확대
3차 상법개정	자기주식은 아무런 권리가 없음을 명시 자기주식의 취득일로부터 1년 이내 소각 원칙 자기주식 처분 시에는 신주 발행절차 운용

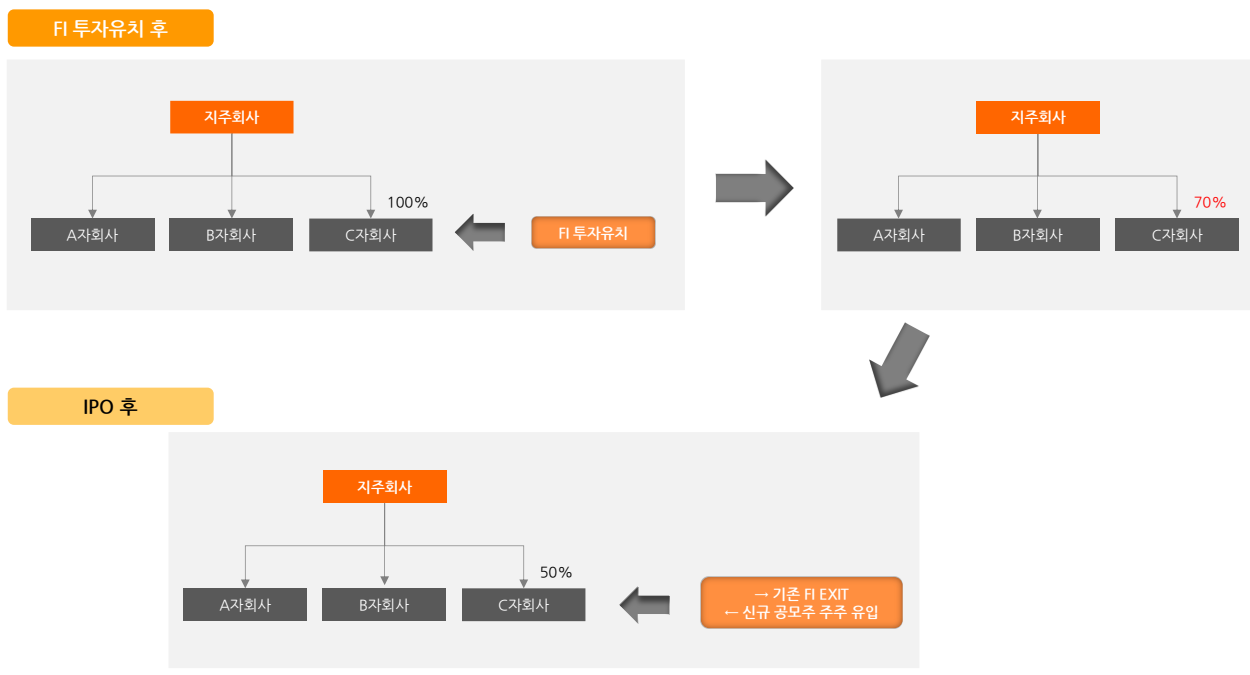
자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 우선주 대비 보통주 프리미엄 추이



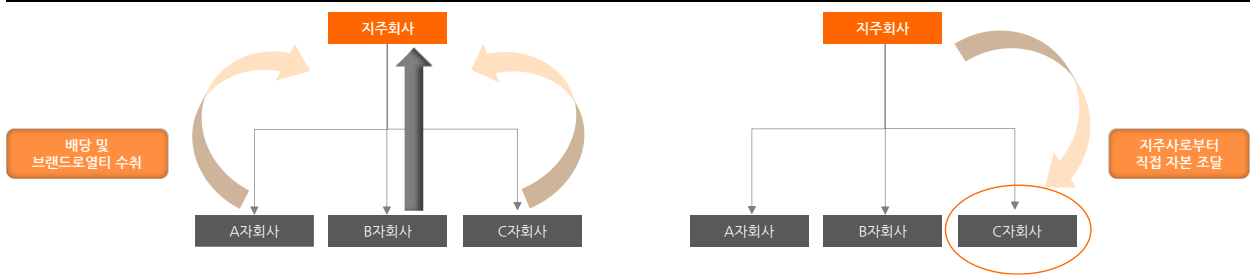
자료: QuantiWise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 기업집단의 자본 조달 구조 As is



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 기업집단의 자본 조달 구조 To be



자료: 한화투자증권 리서치센터

III. NAV 할인율은 당연하지만, 당연하지 않아

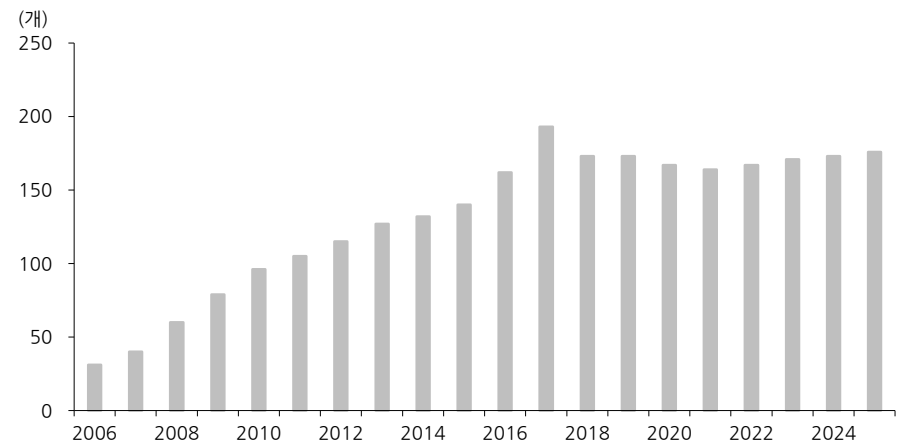
1. 지주회사 제도

>> 지주회사란?

지주회사는 자회사의 주식을 소유함으로써 해당 회사의 사업 내용을 지배·관리하는 것을 주된 목적으로 하는 회사를 일컫는다. 공정거래법에 따라 지주회사로 규정되기 위해서는 회사의 자산총액이 5천억원 이상이어야 하며, 회사가 소유하고 있는 자회사의 주식가액의 합계액이 해당회사 자산총액의 50% 이상이어야 한다.

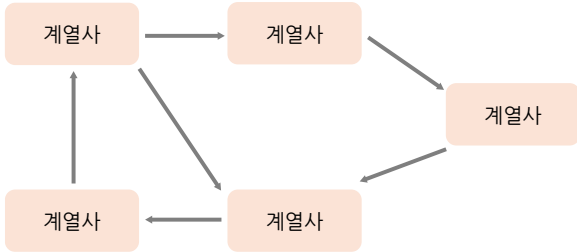
IMF 외환위기를 겪으면서 순환출자 등 불투명한 기업 지배구조 하에서 기업들이 연쇄 도산하는 사태를 목도한 정부는 기업경영의 투명성 제고와 지배구조 개선을 목적으로 지주회사 전환을 허용(99년)하고 지주회사의 행위제한 조건을 완화(07년)하면서 기업들의 지주회사 체제로의 전환을 장려했다. 이에 따라 06년 지주회사 수는 31개에서 25년말 기준 176개로 증가하는 모습을 보였다.

[그림4] 국내 지주회사 수 추이



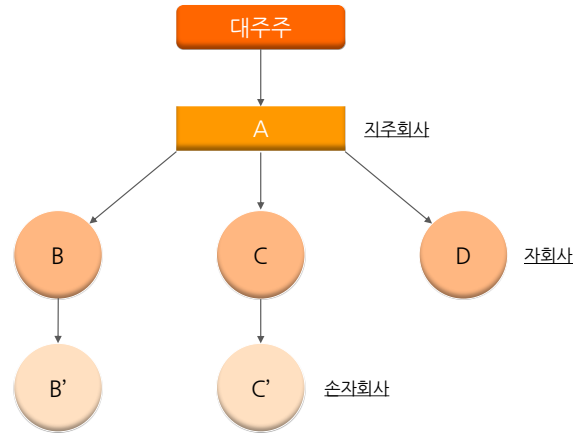
자료: 기업집단포털, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 순환출자 체제



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 지주회사 체제



자료: 한화투자증권 리서치센터

장단점이 상존하는
지주회사 체제

지주회사는 기업 지배구조가 수직적 출자 구조로 전환되면서 단순화된다는 장점과 함께 대내외 리스크 발생 시, 타 계열사로의 리스크 전이를 최소화하면서 구조조정을 용이하게 할 수 있다는 장점이 있다. IMF 외환위기를 겪은 이후 정부가 지주회사 체제 전환을 장려한 이유가 여기에 있다. 또한 지주회사 중심의 의사결정으로 계열사간 업무가 중첩되는 비효율이 발생하는 것을 방지하고, 계열사간 시너지 전략을 피할 수 있어, 기업집단 의사결정의 효율성을 높일 수 있다는 점도 장점이다.

하지만 지주회사 체제의 단점도 상존한다. 가장 큰 단점이 지주사의 지배주주가 지주사에 대한 소수지분을 통하여 계열회사 전반에 대한 지배권을 행사할 수 있다는 점이다.

[표2] 지주회사 제도의 장점

장점	내용
기업구조조정 원활화	- 자회사별 사업부문 분리로 전사 경영전략에 따라 매각·인수 등이 수월해짐 - 부실 계열사 매각이 용이하여 기업집단 전체로 위기가 전이되는 것을 방지함
신사업 리스크 축소를 통한 투자 활성화	- 다양한 계열사의 사업 노하우를 축적하여 신규사업에 대한 지주회사의 체계적인 관리를 통해 리스크를 축소함
의사결정 및 업무배분 효율성 증대	- 전사 경영전략 수립 및 자회사별 경영에 대해 지주회사가 집중적·종합적으로 의사결정을 수행함으로써 효율적 역할 분담과 신속한 경영의사결정이 가능해짐
소유구조 단순화	- 지주회사·자회사·손자회사로 이어지는 수직적 출자구조로 인해 기업집단 내 지배구조가 단순해지며 책임 소재가 명확해짐

자료: 한국ESG기준원, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 지주회사 제도의 단점

단점	내용
체제 전환 비용 발생	- 복잡한 상장 심사과정, 상장 수수료, 법인 설립 관련 세금 등 발생함 - 지주회사는 자회사 주식 가액의 합계가 자산총액의 50% 이상이어야 하는 법적 요건으로 인해 설립시 자회사 주식 취득에 대규모 자금 조달 필요함 - 지주회사 자체 경영에 필요한 사무실 임대료, 인건비 등 추가 소요됨
다층 구조로 인한 비효율성 증대	- 기업집단 전체가 관여된 의사결정에는 효율적일 수 있으나, 자회사나 손자회사의 자율적 인 의사결정으로 해결될 수 있는 사안도 지주회사의 조율을 거쳐야하는 등 의사결정 프로세스가 불필요하게 복잡해질 수 있음 - 지주회사의 주가가 보유 자회사 주식 가치의 합보다 낮게 설정되는 지주회사 할인(Holding Company Discount) 현상이 발생할 수 있음
지배주주와 소액주주 간 권익 상충	- 지주회사가 지배권을 이용하여 지주회사 또는 다른 회사의 이익을 위해 특정 자회사에 손실을 야기할 수 있음 - 회사의 90% 이상을 보유하고 있지 않은 지주회사가 계열사 간 거래를 통한 부의 이전을 시도할 수 있음

자료: 한국ESG기준원, 한화투자증권 리서치센터

>> 지주회사의 행위 제한

지주회사로의 과도한 경제력이 집중되는 문제를 방지하기 위해 공정거래법에서는 지주회사의 행위 제한 규정을 두고 있다. 지주회사의 행위 제한 규정은 부채비율 제한, 자회사 지분을 요건, 비계열회사 및 타 계열사 소유 제한, 금산분리 원칙 등이다.

간단히 정리하면, 지주회사는 부채비율이 200%를 넘을 수 없으며, 자회사에 대해서 상장사일 경우 30% 이상, 비상장사에 대해선 50% 이상 지분을 보유해야한다. 뿐만 아니라 자회사는 손자회사에 대해서도 상장사의 경우 30% 이상, 비상장사는 50% 이상 지분을 보유해야만 하며, 손자회사의 증손회사 주식 소유는 100% 지분 보유만 허용된다. 또한 지주회사는 계열회사가 아닌 타 계열회사에 대한 지분은 보유는 5%를 초과할 수 없으며, 금융업을 영위하는 국내 회사 지분 소유도 제한된다.

[표4] 지주회사 행위제한 법률 (공정거래법 제 18 조 1, 2 항)

내용
<p>① 이 조에서 사용하는 용어의 뜻은 다음과 같다.</p> <p>1. "공동출자법인"이란 경영에 영향을 미칠 수 있는 상당한 지분을 소유하고 있는 2인 이상의 출자자(특수관계인의 관계에 있는 출자자 중 대통령령으로 정하는 자 외의 자는 1인으로 본다)가 계약 또는 이에 준하는 방법으로 출자지분의 양도를 현저히 제한하고 있어 출자자 간 지분변동이 어려운 법인을 말한다.</p> <p>2. "벤처지주회사"란 벤처기업 또는 대통령령으로 정하는 중소기업을 자회사로 하는 지주회사로서 대통령령으로 정하는 기준에 해당하는 지주회사를 말한다.</p> <p>② 지주회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. <개정 2025.1.21></p> <p>1. 자본총액(재무상태표상의 자산총액에서 부채액을 뺀 금액을 말한다. 이하 같다)의 2배를 초과하는 부채액을 보유하는 행위. 다만, 지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 자본총액의 2배를 초과하는 부채액을 보유하고 있을 때에는 지주회사로 전환하거나 설립된 날부터 2년간은 자본총액의 2배를 초과하는 부채액을 보유할 수 있다.</p> <p>2. 자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 100분의 50(자회사가 상장법인인 경우, 주식 소유의 분산요건 등 상장요건이 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 국내 증권시장의 상장요건에 상당하는 것으로 공정거래위원회가 고시하는 국외 증권거래소에 상장된 법인(이하 "국외상장법인"이라 한다)인 경우 또는 공동출자법인인 경우에는 100분의 30으로 하고, 벤처지주회사의 자회사인 경우에는 100분의 20으로 한다. 이하 이 조에서 "자회사주식보유기준"이라 한다) 미만으로 소유하는 행위. (중략)</p> <p>3. 계열회사가 아닌 국내 회사(「사회기반시설에 대한 민간투자법」 제4조제1호부터 제4호까지의 규정에서 정한 방식으로 민간투자사업을 영위하는 회사는 제외한다. 이하 이 호에서 같다)의 주식을 그 회사 발행주식총수의 100분의 5를 초과하여 소유하는 행위(벤처지주회사 또는 소유하고 있는 계열회사가 아닌 국내 회사의 주식가액의 합계액이 자회사의 주식가액의 합계액의 100분의 15 미만인 지주회사에는 적용하지 아니한다) 또는 자회사 외의 국내 계열회사의 주식을 소유하는 행위. (중략)</p> <p>4. 금융업 또는 보험업을 영위하는 자회사의 주식을 소유하는 지주회사(이하 "금융지주회사"라 한다)인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사(금융업 또는 보험업과 밀접한 관련이 있는 등 대통령령으로 정하는 기준에 해당하는 회사를 포함한다) 외의 국내 회사의 주식을 소유하는 행위. 다만, 금융지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사 외의 국내 회사 주식을 소유하고 있을 때에는 금융지주회사로 전환하거나 설립된 날부터 2년간은 그 국내 회사의 주식을 소유할 수 있다.</p> <p>5. 금융지주회사 외의 지주회사(이하 "일반지주회사"라 한다)인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 국내 회사의 주식을 소유하는 행위. 다만, 일반지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 금융업 또는 보험업을 영위하는 국내 회사의 주식을 소유하고 있을 때에는 일반지주회사로 전환하거나 설립된 날부터 2년간은 그 국내 회사의 주식을 소유할 수 있다.</p>

자료: 국가법령정보센터, 한화투자증권 리서치센터

>> 지주회사의 NAV 할인율

당연하면서도,
당연하지 않은
NAV 할인율

지주회사는 자회사의 지분을 보유한 기업이다. 사업 지주회사와 같이 자체 사업을 보유한 회사도 있지만, 순수 지주회사는 온전히 자회사의 지분만을 보유하고 있다.

지주회사를 밸류에이션함에 있어서 자회사에 대한 보유 지분 가치를 합산하는 NAV 방법이 일반적이다. 이 때 통상적으로 지주회사가 보유한 순 NAV 가치 대비 지주회사의 시가총액이 낮은 것이 일반적인 데, 이 간극을 NAV 할인율이라 일컫는다.

NAV 할인율은 어찌보면 당연하다. 자회사를 통째로 매각한다면, 현재 지주회사가 보유하고 있는 보유 지분가치(시가총액 * 지분율)만큼 현금을 확보할 수 있을까? 불가능하다. 거래에 수반되는 수수료, 세금 등이 부과됨은 물론이고, 대량 지분에 대해 블록딜을 시장참여자에게 돌릴 경우 일정부분 할인율을 책정하는 것은 불가피하기 때문이다. 이 때문에 매각 과정에서 추가적인 비용 부담이 할인율로 반영되어야 한다.

이에 더해 거버넌스 측면에서 대주주 중심의 의사결정으로 대주주와 소액주주간 이해상충 우려가 발생할 경우, 소액주주의 의결권 가치에 대해서는 인정받기 어렵게 된다. 이는 지주회사의 의사결정뿐만 아니라 자회사의 의사결정에서도 지주회사의 주주가 간접적으로 보유하고 있는 자회사의 지분율만큼의 의결권을 사실상 행사할 수 없다는 점까지 고려되면서 NAV 대비 할인율이 반영되게 된다.

또한 자회사의 가치 상승이 NAV의 확대에는 기여하나, 자회사의 주주환원이 미진해 자회사의 주주환원이 지주회사 주주환원으로 연결되는 주주환원의 선순환 구조가 형성되지 않음에도 영향이 있겠다.

자회사와의 중복상장 역시 NAV 할인의 주된 요인으로 꼽힌다. 수급적으로 핵심자회사가 상장되어 있다면, 직접적으로 해당 회사의 지분을 보유하는 편이 지주회사를 통해 간접적으로 보유하는 것에 비해 투자 성과를 거두기 용이하다는 점 때문이다.

현금화 과정을 가정한 경우의 할인율은 당연하다. 하지만 거버넌스 관점에서의 할인율은 당연하지 않다. 주주 간 이해상충 가능성, 주주환원의 선순환, 중복 상장 등 요인에 따른 할인은 해결해 마땅하다.

[표5] 지주회사 NAV 할인율 원인 주요 내용

항목	내용
현금화 한계	- 자회사 지분 매각 시 세금·수수료·블록딜 할인 등
주주간 이해상충	- 대주주 중심 의사결정 및 소액주주와의 이해상충 우려로 인해 지주회사 및 자회사 가치가 지주회사 주주에게 온전히 귀속되지 않을 수 있음
주주환원 연결성 부족	- 자회사 가치 상승이 지주회사 배당·자사주 매입 등 주주환원으로 바로 연결되지 않을 수 있음
중복상장 할인	- 핵심 자회사가 상장된 경우, 투자자는 자회사 직접 투자를 선호할 수 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] SK NAV 할인율 차트



자료: QuantWise, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] LG NAV 할인율 차트



자료: QuantWise, 한화투자증권 리서치센터

IV. 거버넌스 개혁 중

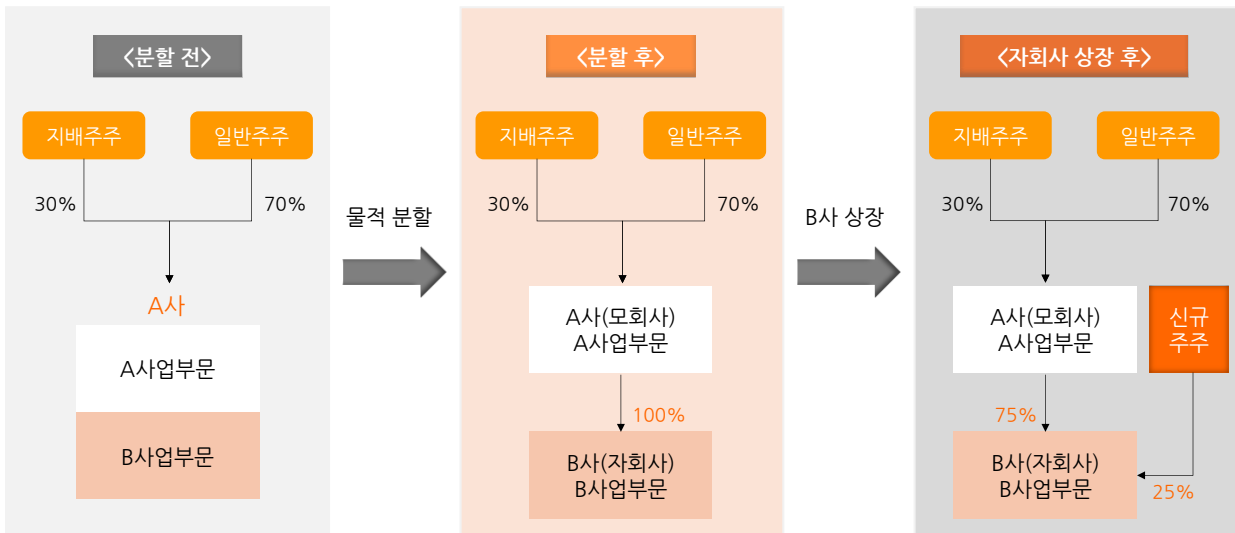
>> 철저하게 대주주 관점에서 사고했던 시장

과거 시장은 철저히 대주주 관점에서 유리한 지배구조 개편 방안과 그에 따른 수혜주는 무엇인가를 찾는 것에 관심을 기울였다. 이를테면, 대주주의 지배력을 높이는 지배구조 개편 방안은 어떤 것이며, 이에 따라 어떤 회사의 기업가치를 높여야 하는가? 혹은 상속/증여세를 줄이기 위해선 어느 회사의 주가를 높여야만 하는가 등이 그것이다. 소액주주 역시 대주주의 이해관계에 부합하는 투자 아이디어에 편승하고자 했으며, 자신들의 권익 보호에는 그다지 관심을 기울이지 않았다. 소액주주의 권익 침해는 당연한 시기였다.

>> 깨어난 소액주주 권익 의식

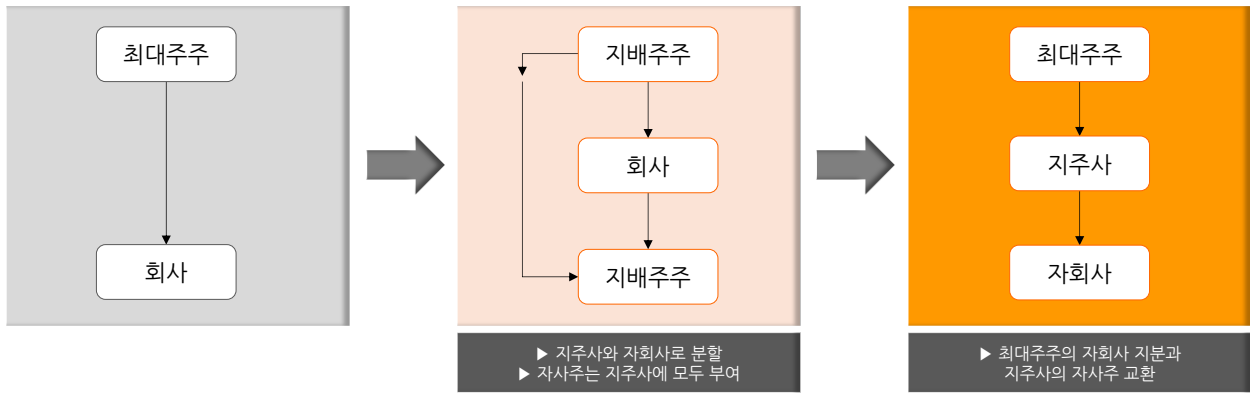
당연하게 받아들여지던 소액주주의 권익 침해가 새로운 어젠다가 급부상하게 되었다. 핵심 사업부 물적분할 이후 중복상장(쪼개기 상장), 인적분할 시 자사주 의결권 부활로 인한 대주주의 지배력 강화(자사주의 마법), 합병/분할 비율의 적정성, 대주주의 경영권 프리미엄 독식 등으로 소액주주의 권익이 침해되는 사례가 수차례 공론화되면서 시장과 정치권의 관심이 환기되었기 때문이다.

[그림9] 쪼개기 상장



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 자사주의 마법



자료: 한화투자증권 리서치센터

1. 상법 개정

>> 3차 상법개정까지 진행

소액주주 권익 보호를 목적으로 한 상법 개정

현재 거버넌스 관점에서 가장 중요하게 나타나고 있는 변화는 3차례에 걸친 상법개정이 다. 이재명 정부 출범 이후 크게 3차례 걸쳐 상법이 개정되었는데, 종합적으로 대주주의 영향력을 낮추고, 이사회와 독립성과 책임을 강화하며, 소액주주의 권익 보호를 확대했다는 것에 의의를 지닌다.

상법의 1차 개정은 이사의 충실의무를 기존 ‘회사’에서 ‘회사 및 주주’로 확대하여, 이사로 하여금 전체 주주를 보호해야하는 의무를 명문화하였다. 지배주주 및 회사와 소액주주 간 이해상충이 발생할 경우, 이사회에게 공정성 등 주주 가치에 미치는 실질적 영향을 입증할 책임을 강화한 것이다. 또한 독립이사(기존 사외이사)의 의무 선임 비율을 1/4에서 1/3으로 상향하여 이사회와 독립성을 강화하였으며, 감사위원 선임 시, 최대주주와 특수관계인 지분을 개별적으로 3% 인정하던 방식에서 합산하여 3%로 인정하도록 하여 지배주주의 영향력 제한을 기존보다 강화하였으며, 전자주주총회를 의무화하였다.

상법 2차 개정은 집중투표제를 의무화하여, 소수 주주가 추천한 이사가 이사회에 진입할 수 있도록 제도적으로 보강하였으며, 다른 이사와 분리하여 선출해야하는 감사위원의 수를 기존 1명에서 2명 이상으로 확대했다. 해당 법안은 1차 상법개정 시 강화된 3%룰과 시너지를 내며 이사회와 독립성 보강에 영향을 줄 수 있겠다.

3차 개정을 통해서 자사주 제도를 전면 개편하였는데, 신규 취득 자사주(1년 내)뿐만 아니라 기존 보유 자사주(1년 6개월 내)의 소각을 의무화했으며, 자사주의 마법을 방지하기 위해 자사주에 분할신주 배정을 금지했고, 자사주의 보유와 처분 시 주주총회의 승인을 의무화했다.

[표6] 1, 2, 3차 상법개정 주요 내용

항목	내용
1차 상법개정	이사의 충실의무 대상으로 주주 추가 사외이사 명칭을 독립이사로 변경, 의무 선임 비율 1/3으로 상향 조정 감사위원회 선임/해임에 있어 발행주식총수 3% 초과 여부를 항상 특수관계인 등과 합산하여 판단
2차 상법개정	자산 2조 원 이상 상장회사는 더 이상 경관으로 집중투표제 배제 불가 자산 2조 원 이상 상장회사의 감사위원 분리선출 의무 인원이 기존 1명에서 2명으로 확대
3차 상법개정	자기주식은 아무런 권리가 없음을 명시 자기주식의 취득일로부터 1년 이내 소각 원칙 자기주식 처분 시에는 신주 발행절차 운용

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 1차 상법개정 신·구조문 대비표

현행	개정안
제382조의3(이사의 충실의무 등) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다	제382조의3(이사의 충실의무 등) ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 <u>총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다.</u>
제542조의12(감사위원회의 구성 등) ④ 제1항에 따른 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3(정관에서 더 낮은 주식 보유비율로 정할 수 있으며, (중략))을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 사외이사가 아닌 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에 그의 특수관계인, (중략))는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. ⑦ 제4항은 상장회사가 감사를 선임하거나 해임할 때에 준용한다. 이 경우 주주가 최대주주인 경우에는 그의 특수관계인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 주식을 합산한다. <신 설>	제542조의12(감사위원회의 구성 등) ④ 제1항에 따른 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3(정관에서 더 낮은 주식 보유비율로 정할 수 있으며, (중략))을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 그의 특수관계인, (중략))는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. ⑦ ----- <후단 삭제>
<신 설>	제542조의14(전자주주총회) ① 상장회사는 정관으로 달리 정하는 경우를 제외하고는 이사회회의 결의로 주주의 일부가 소집지에 직접 출석하지 아니하고 원격지에서 전자적 방법에 의하여 결의에 참가할 수 있는 방식의 총회(이하 "전자주주총회"라 한다)를 개최할 수 있다 ② 자산규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회를 개최하여야 한다. ③~⑥ (생략)
<신 설>	제542조의15(전자주주총회의 운영 등) ① 상장회사가 제542조의14에 따라 전자주주총회를 개최하는 경우 주주가 총회의의사 진행 및 결의에 실시간으로 참가할 수 있도록 총회를 적정하게 운영하여야 한다 ②~⑤ (생략)

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 2차 상법개정 신·구조문 대비표

현행	개정안
제542조의7(집중투표에 관한 특례) ③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. (후략)	제542조의7(집중투표에 관한 특례) ③ ---상장회사는 제382조의2제1항에도 불구하고-----배제할 수 없다.<단서 삭제>
제542조의8(사외이사의 선임) "① 상장회사는 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우를 제외하고는 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 하여야 한다. 다만, 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사의 사외이사는 3명 이상으로 하되, 이사 총수의 과반수가 되도록 하여야 한다.	제542조의8(독립이사의 선임) ① -----3분의----- 독립이사(제382조제3항의 사외이사로서 사내이사, 집행임원 및 업무집행지시자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사를 말한다. 이하 같다)----- 독립이사는-----
제542조의12(감사위원회의 구성 등) ② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야한다. 다만, 감사위원회위원 중 1명(정관에서 2명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.	제542조의12(감사위원회의 구성 등) ② -----, ----- -----2명-----3명-----

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 3차 상법개정 신·구조문 대비표

현행	개정안
<p>상법 개정 3차 현행 제341조의3(자기주식의 질취) 회사는 발행주식총수의 20분의 1을 초과하여 자기의 주식을 질권의 목적으로 받지 못한다. 다만, 제341조의2제1호 및 제2호의 경우에는 그 한도를 초과하여 질권의 목적으로 할 수 있다.</p>	<p>제341조의3(자기주식의 권리제한 등) ① 회사는 자기주식에 관하여 제369조의 의결권, 제418조의 신규인수권, 제461조제2항에 따른 주식을 발행받을 권리, 제462조, 제462조의2, 제462조의3 및 제462조의4에 따른 배당을 받을 권리 등 주주로서의 권리를 행사하지 못한다. ② 회사는 제469조에도 불구하고 자기주식으로 교환 또는 상환할 수 있는 사채를 발행할 수 없다. ③ 회사가 보유하는 자기주식은 질권의 목적으로 하지 못한다. ④ 회사는 발행주식총수의 20분의 1을 초과하여 자기의 주식을 질권의 목적으로 받지 못한다. 다만, 제341조의2제1호 및 제2호의 경우에는 그 한도를 초과하여 질권의 목적으로 받을 수 있다.</p>
<p><신 설></p>	<p>제341조의4(자기주식의 소각의무 등) ① 회사가 자기주식을 취득한 때에는 그 취득한 날로부터 1년 이내에 소각하여야 한다. ② 제1항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우로서 회사가 자기주식보유처분계획을 작성하여 주주총회의 승인을 얻은 때에는 그 승인된 계획에 따라 자기주식을 보유 또는 처분할 수 있다. 1. 회사가 각 주주에게 그가 가진 주식 수에 비례하여 균등 한 조건으로 처분하는 경우 2. 회사가 제340조의2 또는 제542조의3에 따라 주식매수선택 권을 부여하는 등 임직원 보 상의 목적으로 활용하는 경우 3. 회사가 「근로복지기본법」에 따라 우리사주매수선택 권 을 부여하는 등 우리사주제도 실시의 목적으로 활용하는 경우 4. 회사가 제360조의2제2항, 제 360조의15제2항, 제523조제3호 등 법령이 정하는 바에 따 라 활용하는 경우 5. 회사가 신기술의 도입, 재무 구조의 개선 등 회사의 경영 상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우로서 제434조에 따른 주주총회의 결의로 정관에 그 사유를 규정한 경우 ③ 회사는 제2항에 따른 자기 주식보유처분계획을 매년 주주 총회에서 승인받아야 한다. ④ 생략</p>
<p>제342조(자기주식의 처분) 회사가 보유하는 자기의 주식을 처분하는 경우에 다음 각 호의 사 항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 결정한다.</p>	<p>제342조(자기주식의 처분) ① 회사가 자기주식을 처분하는 때에는 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하게 하여야 한다. ①~④ 생략</p>
<p>제343조(주식의 소각) ① 주식은 자본금 감소에 관한 규정에 따라서만 소각(消却)할 수 있다. 다만, 이사회 의 결의에 의하여 회사가 보유하는 자기주식을 소각하는 경우에는 그러하지 아니하다.</p>	<p>① 다만, 회사가 보유한 자기주식은 그 취득 사유에 관계없이 이사회 의 결의로 소각할 수 있다.</p>
<p><신 설></p>	<p>제529조의2(합병 과정에서의 자기주식에 대한 신주배정 금지) 회사가 합병하려는 경우에는 합병으로 존속되는 회사는 자신이 보유하는 합병으로 소멸되는 회사의 주식과 합병으로 소멸되는 회사의 자기주식에 대하여 신주를 배정하거나 자기주식을 이전하여서는 아니된다.</p>
<p><신 설></p>	<p>제530조의13(분할 또는 분할합병시의 자기주식에 대한 신주배정 금지) 분할 또는 분할합병을 하는 경우 단순분할신설회사, 분할합병신설회사 또는 분할승계회사는 분할회사의 자기 주식에 대하여 신주를 배정하여서는 아니 되고, 분할회사는 자기주식을 단순분할신설회사, 분할합병신설회사 또는 분할승계회사에 이전하여서는 아니된다</p>
<p>제635조(과태료에 처할 행위) ③ 제1항 각 호 외의 부분에 규정된 자가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 한 경우에는 5천만원 이하의 과태료를 부과한다. <신 설></p>	<p>제635조(과태료에 처할 행위) 9. 상장회사가 제341조의4제1항을 위반하여 같은조제2항에 따른 주주총회의 승인 없이 자기주식을 취득한 날로부터 1년 이내에 소각하지 아니한 경우 10. 상장회사가 제341조의4제2항에 따른 자기주식보유처분계획에 위반하여 자기주식을 보유하거나 처분한 경우</p>

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

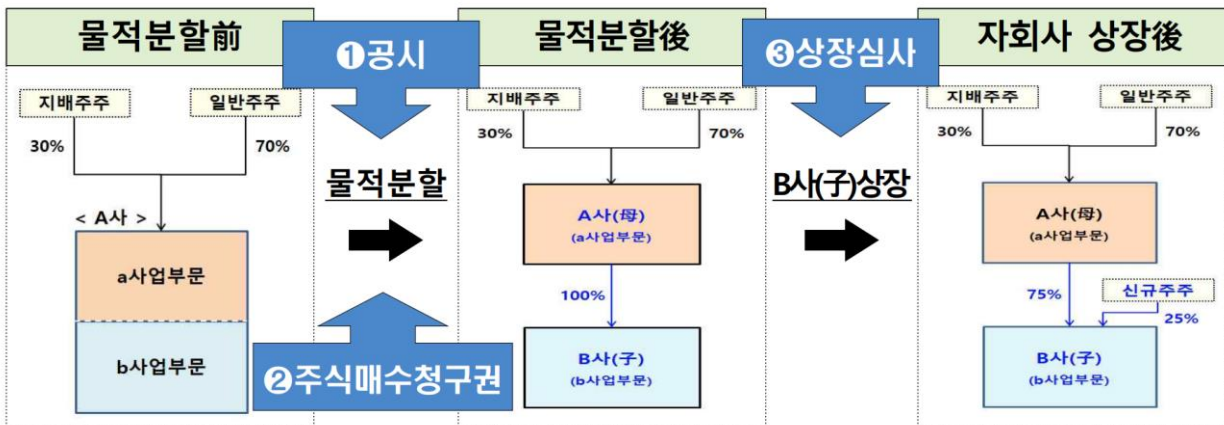
2. 기타 제도 개선

물적분할 관련 제도개선

최근 진행되고 있는 상법 개정 이전부터 거버넌스 측면에서 우려가 제기되었던 쪼개기 상장, 자사주의 마법, 유상증자 등에 대해 제도적 개선은 지속되고 있었다.

우선 지난 22년 금융위는 ‘물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안’을 발표했다. 주된 내용은 이른바 쪼개기 상장으로 소액주주의 권익이 침해되는 것을 방지하기 위해 물적분할 추진 기업이 물적분할을 추진하는 목적과 기대효과 및 주주보호방안, 분할 자회사 상장계획 등을 공시하게 하여 공시 의무를 강화했으며, 물적분할에 반대하는 주주가 회사에 주식을 매각할 수 있도록 하는 ‘주식매수청구권’을 도입하기로 했다. 또한 분할 자회사 상장 추진 시, 거래소는 모회사의 일반주주 보호 노력을 상장 심사 중 포함하여, 상장 요건을 강화하였다.

[그림11] 물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안 주요 내용

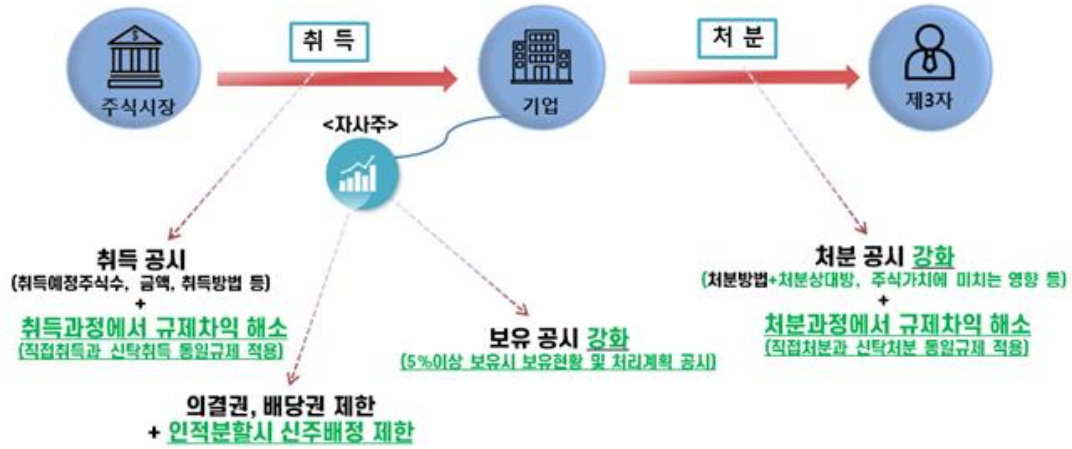


자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

자사주의 마법 방지

또한 금융위는 3차 상법개정 이전인 지난 24년, 자본시장법 시행령을 개정함으로써 자사주 관련 제도 개선에 나섰다. 해당 제도 개선은 인적분할 시 자사주에 대한 신주배정을 제한하여, 자사주의 마법을 통한 대주주 지배력 확대를 방지하고, 자사주의 보유·처분 등 과정에서 보유현황과 목적, 향후 처리계획 등을 이사회에 승인을 받아 공시하도록 해 공시 의무를 대폭 강화하였다. 또한 신탁을 통한 자사주 취득 시에도 직접 취득과 동일하게 규제하여 규제 차익을 해소하기도 하였다.

[그림12] 상장법인 자기주식 제도개선 주요내용



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

유상증자 중점 심사

금감원에서는 지난해 주식이치 희석화 우려, 일반주주 권익훼손 우려, 재무위험 과다, 주관사의 주의의무 소홀 등 7개 사유 중 하나에 해당하는 경우, ‘중점심사 유상증자’로 선정하여, 유상증자의 당위성과 의사결정 과정, 이사회 논의 내용, 주주 소통 계획 등 기재 사항을 집중 심사하기로 발표하였다. 주주의 권익 보호를 위해 유상증자의 절차적 요건을 강화한 것이다.

[표10] 금융감독원 유상증자 중점심사 주요 내용

대분류	소분류	선정기준
주식이치 희석화 우려	증자비율	증자규모 및 증자비율 등 고려
	할인율	증자규모 및 할인율 등 고려
일반주주 권익훼손 우려	신사업투자 등	자금사용목적의 타법인출자 또는 신규사업 연관성 고려
	경영권 분쟁발생	경영권 분쟁 소송이 진행되었거나 진행중
재무위험 과다	한계기업 등	최근 3년 연속 재무실적 부실 또는 재무구조 악화 등
주관사의 주의의무 소홀	IPO 실적 과다 추정	IPO 후 실적 괴리율 등 고려
	Due Diligence 소홀	다수의 정정요구를 받은 주관사의 인수주선참여

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

세법 개정 논의 중

상법, 자본시장법 개정뿐만 아니라 세법개정에 대해서도 관심이 필요하다. 특히 상속/증여세 관련 세법개정안에 이목이 쏠린다. 지금까지 상장주식에 대한 상속/증여세의 과세 표준을 상속(증여)개시일 전후 2개월간 일평균 최종시세가액의 평균액으로 평가하여왔다. 또한 최대주주에 대해서는 경영권 프리미엄을 반영해 20% 할증하여 상속세를 부과하기도 했다. 이 때문에 주가 상승의 실질 효과가 없고 당장의 상속/증여세 부담을 낮추고 싶은 것이 유리한 대주주가 주식 가치를 의도적으로 하락시키는 결정을 하는 역선택 가능성이 상존하였다. 이 과정에서 소액주주의 권익은 당연히 훼손되게 된다.

3. 거버넌스 개혁의 기대효과

>> 의결권의 가치가 확대될 전망

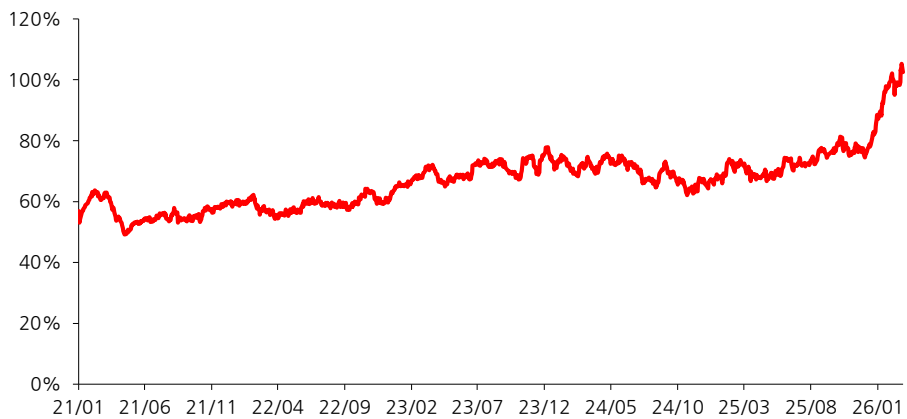
거버넌스 관련 제도 개편의 목표는 기업의 의사결정이 대주주 중심에서 전체 주주 중심으로 확장되면서, 중국적으로 이해상충 가능성이 있었던 대주주와 소액주주 간의 주주 권의 방향성을 동일하게 만드는 데 있다고 판단한다. 따라서 의결권이 지니는 가치가 그만큼 높아질 수 있을 것을 기대해볼 수 있겠다.

앞서 지주회사 NAV 할인율에 대해 논하면서 당사는 할인율의 원인 중 하나로 대주주 중심의 의사결정 구조 하에서 소액주주가 가진 의결권 가치가 희석될 수 있다는 점이라는 점을 꼽은 바 있다. 거버넌스 개혁을 통해 대주주와 소액주주 간 이해상충 우려가 해소되는 방향으로 전환되게 된다면 해당 디스카운트 요인은 사라지게 되며, 자연스럽게 지주회사 NAV 할인율은 전반적으로 축소될 수 있을 것으로 기대된다.

의결권의 가치를 수치적으로 확인할 수 있는 방법은 상장법인의 보통주와 우선주의 가치를 비교해보는 것이겠다. 보통주는 의결권이 있는 반면, 우선주는 의결권 대신 배당이나 잔여 재산 분배에 우선권을 가지는 주식이기 때문에 기업 해산 등 특별한 이슈가 없는 한 그 가치의 차이는 의결권 프리미엄으로 해석해볼 수 있기 때문이다.

실제 거버넌스 개혁이 진행되고 있는 상황에서 국내 우선주가 있는 상장사의 보통주 프리미엄(의결권 프리미엄)은 21년 ~ 24년 평균 64% 수준에서 현재 100% 내외까지 확장되는 모습이다.

[그림13] 우선주 대비 보통주 프리미엄 추이



자료: QuantiWise, 한화투자증권 리서치센터

상법상 주주총회는 보통결의와 특별결의 안건으로 구분된다. 보통결의 대상 안건은 이사/감사의 선임 및 보수, 이익배당 및 주식배당 결의, 재무제표 및 영업보고서의 승인 등으로 일상적 경영 안건이며, 특별결의 대상 안건은 이사 및 감사의 해임, 정관변경 결의, 회사의 합병/분할, 회사의 해산/계속 등으로 회사의 기초를 변경시킬 수 있는 안건이다. 보통결의 안건의 주주총회 요건은 ‘출석한 주주의 의결권 과반수 + 발행주식 총수의 1/4 이상 동의’인 반면, 특별결의는 ‘출석한 주주의 의결권 2/3 이상 + 발행주식 총수의 1/3 이상 동의’로 회사의 기초를 변경시킬 수 있는 안건인 만큼 요건이 크게 강화된다.

[표12] 주주총회 보통결의와 특별결의 비교

구분	보통결의	특별결의
주주총회 요건	출석한 주주의 의결권 과반수 + 발행주식 총수의 1/4 이상 동의	출석한 주주의 의결권 과반수 + 발행주식 총수의 1/3 이상 동의
대상 안건	- 이사/감사의 선임 및 보수 - 이익배당 및 주식배당 결의 - 재무제표 및 영업보고서의 승인	- 이사 및 감사의 해임 - 정관변경 결의 - 회사의 합병/분할 - 회사의 해산/계속

자료: 국가법령정보센터, 한화투자증권 리서치센터

대주주 지분율 50% 이하
기업의 NAV 할인 축소
속도가 빠를 것

75%의 주주가 주주총회에 참석한다고 가정했을 때(참고, 국내 상장사의 평균 정기 주주총회 참석률이 약 75% 내외), 특별결의 안건이 통과되기 위해 확보해야하는 최소한의 지분율은 총 주식 수의 50% 수준이다. 이는 대주주 지분율이 50% 이하인 기업의 경우, 소액주주의 동의를 얻어야만 특별결의 안건의 통과가 가능하기 때문에 의결권의 가치는 더욱 확대될 수 있겠다. 당연하게도 주주총회 참석률이 높아질수록 특별결의 안건 통과를 위해 확보해야하는 지분율이 높아진다.

이는 달리 말해 소액주주의 권익 의식이 높아지고, 이를 보호하는 방향으로 제도 개선이 진행되고 있는 현 상황에서 대주주 지분율이 50% 이하의 지주회사의 NAV 할인을 축소 가능성이 더욱 빠르게 진행될 수 있음을 의미한다. 특별결의 안건 통과를 위해선 대주주와 소액주주 간 이해관계가 동일하게 설정될 필요가 있기 때문이다.

[표13] 지주회사 대주주 지분율

기업명	최대주주 지분율	기업명	최대주주 지분율
F&F 홀딩스	91.7%	원익홀딩스	49.3%
세아홀딩스	80.7%	한진중공업홀딩스	49.0%
동원산업	78.9%	풍산홀딩스	48.8%
현대지에프홀딩스	77.1%	하림지주	48.5%
미원홀딩스	76.0%	KPX홀딩스	48.4%
솔브레인홀딩스	75.6%	샘표	48.4%
CR 홀딩스	70.9%	콜마홀딩스	48.4%
한일홀딩스	69.7%	종근당홀딩스	47.9%
이녹스	69.3%	CJ	47.8%
매일홀딩스	68.3%	한국엔컴퍼니	47.2%
진양홀딩스	67.3%	영원무역홀딩스	46.8%
대상홀딩스	67.3%	서연	46.6%
농심홀딩스	66.7%	노루홀딩스	45.4%
하이트진로홀딩스	65.9%	네오위즈홀딩스	45.1%
AK 홀딩스	65.2%	LX홀딩스	43.8%
쿠쿠홀딩스	64.9%	롯데지주	43.5%
세아제강지주	64.6%	대덕	43.3%
SNT 홀딩스	64.5%	LG	42.5%
오리온홀딩스	63.9%	콘텐츠리중앙	42.2%
동국홀딩스	63.0%	HDC	42.0%
세아베스틸지주	62.7%	삼양홀딩스	41.8%
코스맥스비티아이	62.0%	SKC	40.9%
KG 에코솔루션	60.9%	두산	40.1%
풀무원	60.1%	대웅	38.1%
넥센	59.8%	디와이	37.4%
GS 피앤엘	58.6%	HD현대	37.2%
HS 효성	57.4%	HD한국조선해양	36.6%
효성	57.3%	미스토홀딩스	35.9%
휴온스글로벌	57.3%	HL홀딩스	35.6%
메리츠금융지주	56.1%	한솔홀딩스	34.3%
한미사이언스	55.8%	티와이홀딩스	33.6%
KISCO 홀딩스	55.8%	LS	32.6%
천보	55.4%	SK스퀘어	32.1%
골프존홀딩스	55.4%	OCI홀딩스	30.4%
일진홀딩스	55.1%	동아쏘시오홀딩스	30.3%
해성산업	55.0%	한국콜마	26.6%
경동인베스트	52.7%	에코프로	25.5%
JW 홀딩스	52.1%	SK	25.5%
SK 이노베이션	52.1%	한진칼	20.5%
코오롱	51.7%	JB금융지주	15.0%
이지홀딩스	51.2%	BNK금융지주	10.7%
SK 디스커버리	51.0%	하나금융지주	8.8%
DL	49.3%	우리금융지주	7.9%

자료: QuantiWise, 한화투자증권 리서치센터

[표14] 스튜어드십 코드 주요 내용

스튜어드십 코드 7원칙

- 1) 기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
- 2) 기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 대해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.
- 3) 기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자 대상 회사를 주기적으로 점검해야 한다.
- 4) 기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.
- 5) 기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
- 6) 기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
- 7) 기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

자료: 한국ESG기준원, 한화투자증권 리서치센터

» 기업의 의식 변화 - 나타나고 있는 거버넌스 우수 사례

정부 차원에서 거버넌스 개혁을 주도하면서 기업들도 거버넌스에 대한 인식이 전환되고 있는 시점이라 판단한다. 거버넌스 측면에서 훌륭하게 평가할 수 있는 사례도 나타나고 있는 데, 대표적인 것이 ‘현대지에프홀딩스와 현대홈쇼핑 간의 포괄적 주식 교환’ 사례 이겠다.

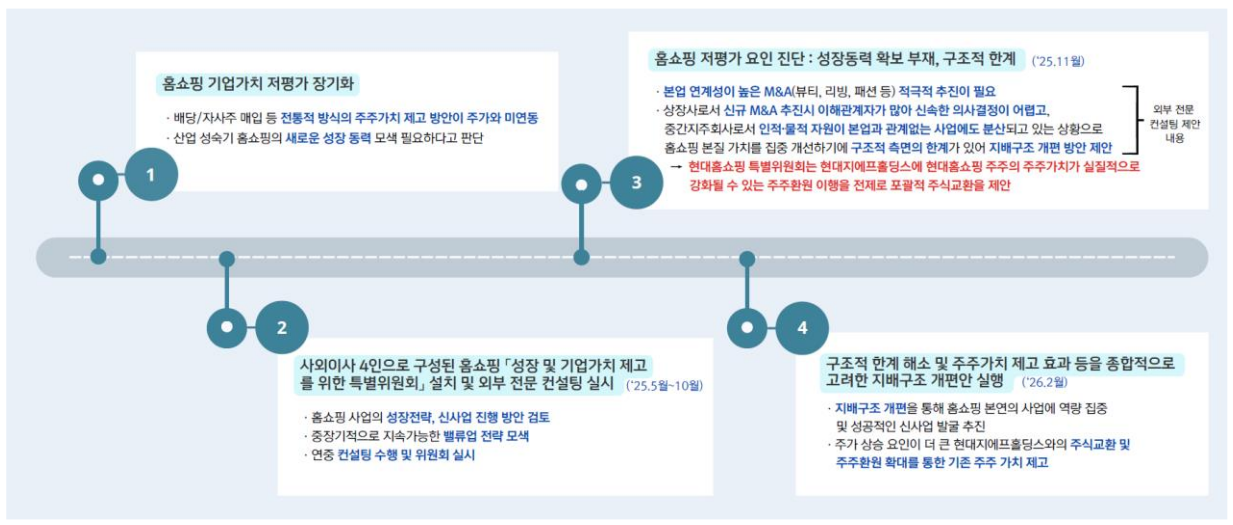
[표 15] 현대홈쇼핑 포괄적 주식교환 주요 내용

구분	주요 내용	
포괄적 주식교환 세부조건	교환비율	현대지에프홀딩스 1: 현대홈쇼핑 6.3571040
	교환대상 주식수	현대홈쇼핑 4,324,898 주
	신규 발행 주식수	현대지에프홀딩스 27,493,826 주
	현대지에프홀딩스 주식수	교환 전: 155,904,301 주 교환 후: 183,398,127 주
주요 일정	이사회결의일	26.02.11
	주주확정 기준일	26.02.26
	주주총회 소집공고 및 통지	26.04.03
	주주총회일	26.04.20
	주식매수청구권 신청기간	26.04.20 ~ 26.05.11
	주식교환일	26.06.30
	신주 상장 및 현대홈쇼핑 상장폐지일	26.07.20

자료: 현대지에프홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

‘현대지에프홀딩스와 현대홈쇼핑 간 포괄적 주식 교환’은 일단 절차적인 흠결이 없다. 현대홈쇼핑의 기업가치 제고를 위해 사외이사만으로 구성되어 독립된 특별위원회가 외부 컨설팅을 통해 현대홈쇼핑의 저평가 요인을 진단하고, 구조적 한계 및 주주가치 제고를 위해 지배구조 개편안을 도출한 이후, 현대지에프홀딩스 이사회에 제안하면서 양사간 포괄적 주식교환이라는 지배구조 개편이 진행되게 되었다. 이 때 현대홈쇼핑의 특별위원회에서는 현대홈쇼핑의 핵심 주주가치를 보전하기 위해 포괄적 주식교환 이후에도 현대홈쇼핑 수준의 DPS를 유지해줄 것을 현대지에프홀딩스 이사회에 요청하였는데, 현대지에프홀딩스는 이를 받아들여, 밸류업 공시에서 약속했던 ‘27년 배당총액 500억원 수준까지 단계적 확대 지향’에서 주주환원정책을 한 차례 더 상향하여 26년 배당총액 750억원 이상으로 확대하겠다고 밝혔다. 이외에도 양사가 보유한 자사주에 대하여 전량 소각을 발표하며, 자사주 관련 노이즈를 방지하였다.

[그림14] 현대홈쇼핑 포괄적 주식교환 배경



자료: 현대지에프홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

시장의 생각보다 한 발 앞선
현대지에프홀딩스와
현대홈쇼핑

사실 지에프홀딩스와 홈쇼핑의 지배구조 개편에 대해선 시장에서도 의견을 지속적으로 제시했던 방안이다. 홈쇼핑의 현금창출력을 홀딩스 차원에서 확보할 필요가 있고 무엇보다 홈쇼핑의 자회사들을 지에프홀딩스의 자회사단으로 끌어올리는 것이 필요하다는 논리였다. 그런데 시장의 생각보다 양사가 꺼내든 지배구조 개편안은 보다 전향적이었던 점에 주목이 필요하다.

시장에서는 홈쇼핑이 홈쇼핑홀딩스와 사업회사로 인적분할하고, 홈쇼핑홀딩스와 지에프홀딩스 간 합병 시나리오를 거론했는데, 양사는 이 같은 작업에 앞서 포괄적 주식교환을 통해 홈쇼핑을 지에프홀딩스의 완전 자회사를 시킨 이후, 홈쇼핑을 인적분할해 홀딩스 간 합병하는 방안을 제시했기 때문이다.

시장의 지배구조 개편안과 안과 양사의 안은 몇 가지의 차이를 야기한다. 첫째는 사업회사의 지위이다. 시장의 안에서는 현대홈쇼핑 사업회사가 상장회사로 여전히 남아있게 되는 데, 이 경우 홈쇼핑의 구조적 성장 둔화라는 업황 하에서 저평가 상태가 지속될 가능성이 높다. 양사의 안에서는 홈쇼핑은 비상장사가 되게 된다.

두번째는 시장의 안 측면에서는 홈쇼핑 지주회사와 사업회사간 분할비용 관련 노이즈가 발생할 수 있는 데, 양사의 안에서는 완전 자회사화를 선결요건으로 하면서 이 같은 노이즈를 미연에 방지했다.

세번째는 대주주의 지에프홀딩스에 대한 지배력이다. 시장의 안은 현대지에프홀딩스와 현대홈쇼핑 지주회사가 합병하면서 합병신주가 발생하게 되는 데, 현대지에프홀딩스가 현대홈쇼핑을 보유한 57.4%의 지분에도 합병신주(참고, 상법 3차 개정 이후는 배정 X)가 발행되게 된다. 이는 추후 현대지에프홀딩스의 자사주로 전환되는 데, 이를 소각할 시 대주주의 현대지에프홀딩스에 대한 지배력은 높아지게 된다. 반면 실제 안에서는 현대홈쇼핑 주주에 대해 교환신주 만이 발행되고, 완전자회사에 대한 합병이 진행되기에 합병신주 발행은 없으며, 이 과정에서 오히려 대주주의 지배력은 희석되게 된다. 금번

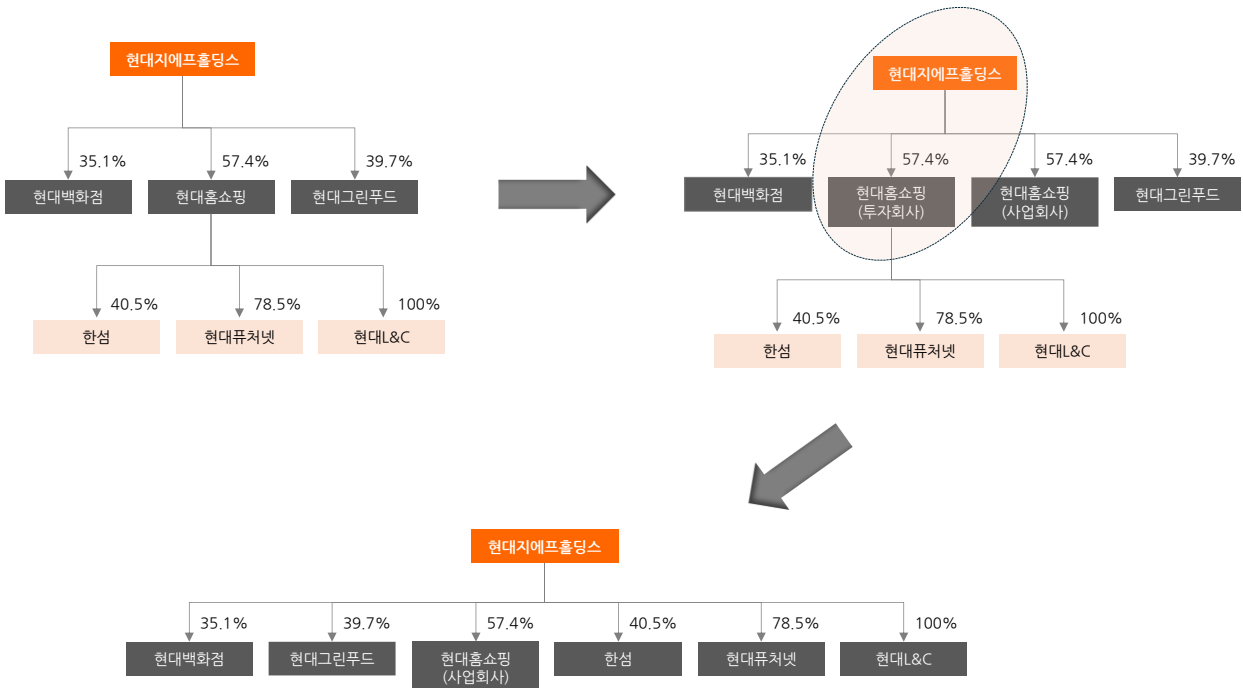
지배구조 개편을 발표하며 지에프홀딩스는 자사주 1,000억원의 신규 매입 및 소각을 발표했는데, 이는 결국 대주주와 소액주주 간 이해관계를 동일하게 가져가겠다는 회사의 의지를 보여준다.

[표16] 양사 지배구조 발표안과 시장안 주요 내용 비교

비교 항목	시장 예상안	실제 확정안
개편 방식	홈쇼핑이 홈쇼핑홀딩스와 사업회사로 인적분할 후, 홈쇼핑홀딩스-지에프홀딩스 간 합병	포괄적 주식교환을 통해 홈쇼핑을 지에프홀딩스의 완전 자회사를 시킨 이후, 홈쇼핑을 인적분할하여 홀딩스 간 합병
사업 회사의 지위	홈쇼핑 사업회사가 상장회사로 여전히 남음	홈쇼핑이 비상장사로 변화
분할비율 관련	노이즈 발생가능	완전 자회사화를 선결요건으로 하여 노이즈 방지
대주주 지배력	지에프홀딩스-현대홈쇼핑 지주회사 합병으로 합병신주 발행 → 추후 현대지에프홀딩스의 자사주로 전환 → 소각 시 대주주의 현대지에프홀딩스 지배력 상승	현대홈쇼핑 주주에 대해 교환신주만이 발행, 완전자회사에 대한 합병이 진행되어 합병신주 발행 없음 → 대주주의 지배력 희석

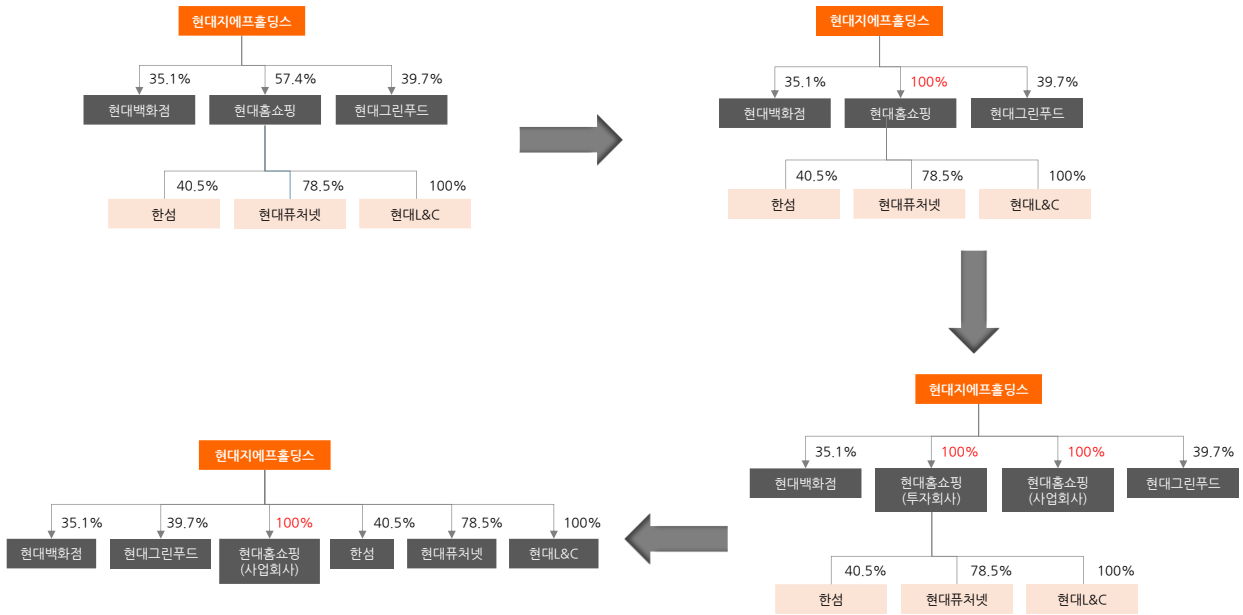
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 현대지에프홀딩스 지배구조 개편(시장 예상안)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 현대지에프홀딩스 지배구조 개편(실제 확정안)



자료: 한화투자증권 리서치센터

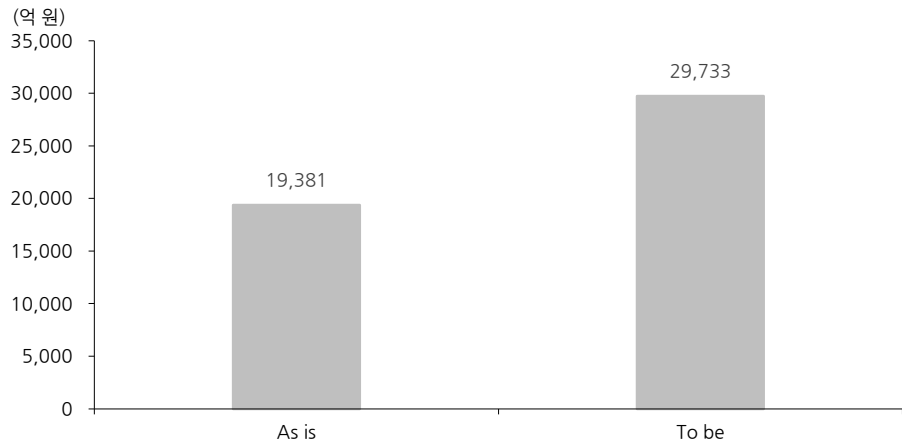
현대지에프홀딩스의 지배구조 개편의 기대효과

현대지에프홀딩스 측면에서 금번 지배구조 개편을 통해 얻을 수 있는 효과는 크게 세 가지다. 업황이 둔화되고 있으나 여전히 현금창출력이 연간 1,000억원을 상회하는 현대홈쇼핑을 완전자회사화 함으로써 배당수의 확대를 꾀할 수 있겠다. 지에프홀딩스는 27년 배당수익이 1,000억원 이상을 전망했는데, 이는 26년 전망치 652억원 대비 50% 이상 증가한 것이다. 참고로 현대홈쇼핑이 보유한 순현금 규모는 약 3,900억원 수준이다.

또한 손자회사였던 현대홈쇼핑의 자회사인 한성, 현대L&C, 현대퓨처넷 등을 자회사로 끌어올리면서 NAV의 확대가 가능해진다. 이는 현대홈쇼핑의 저평가에 기인하는 데, 양사의 지배구조개편안이 발표되기 전인 2월 10일 기준 주가를 기준으로 지배구조 개편 전후의 지에프홀딩스의 NAV를 비교할 경우, 기존 1.9조원에서 3조원으로 약 1.1조원이 증가하게 된다. 교환신주에 따른 주식 수 증가를 감안하여도 주당 NAV는 약 30% 상향되는 것이다.

마지막으로 현대지에프홀딩스 - 현대홈쇼핑 - 현대퓨처넷 - 현대바이오랜드로 이어지는 지분 구조를 현대지에프홀딩스 - 현대퓨처넷 - 현대바이오랜드로 단순화시키면서 공정위의 지주회사 행위제한 요건을 충족하게 된다.

[그림17] 현대지에프홀딩스 지배구조 개편 전후 NAV 변화



자료: 현대지에프홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 현대지에프홀딩스 NAV Valuation As is

(단위: 억 원, 천 주, 원)

항목	구분	기업	시가총액	지분율	적정가치	비고
투자자산가치	상장사	현대백화점	24,484	35.1%	8,594	
		현대그린푸드	5,202	39.7%	2,065	
		현대홈쇼핑	8,040	57.4%	4,615	
		현대리바트	1,409	41.2%	580	
		현대이지웰	1,270	50.0%	635	
		현대에버다임	1,607	45.2%	726	
		대원강업	2,514	36.7%	923	
		현대차	983,861	0.4%	3,935	
	상장사 합계				22,074	포괄적 주식 교환 공시 이전 기준
		구분	기업	장부가액	지분율	적정가치
비상장사		씨엔에스푸드시스템	171	100.0%	171	장부가액
		현대드림투어	59	100.0%	59	장부가액
비상장사 합계				230		
투자부동산				371		
투자자산가치 합계				22,675		

항목	적정가치	비고
순차입금	3,294	별도기준, 3Q25
차입금	10,171	
현금	105	
NAV	19,381	
주식 수	155,904	자사주 제외
주당 NAV	12,432	

주: 포괄적 주식 교환 발표 이전일(2/10) 기준

자료: 현대지에프홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[표18] 현대지에프홀딩스 NAV Valuation To be

(단위: 억 원, 천 주, 원)

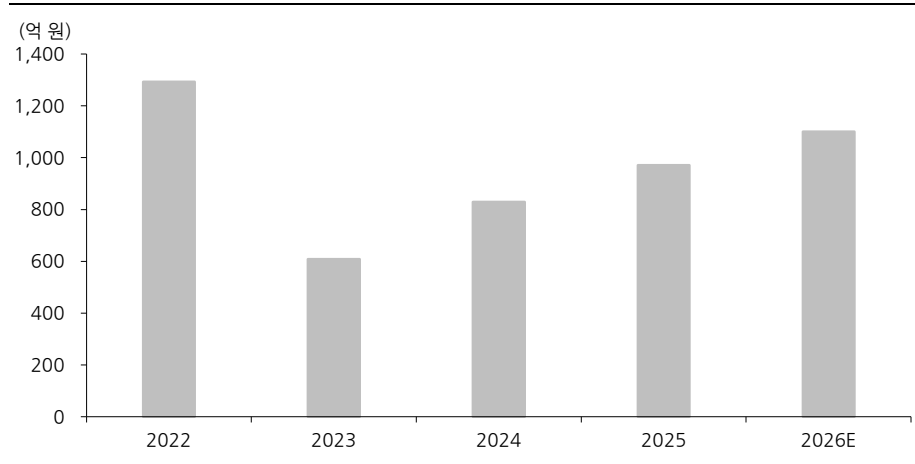
항목	구분	기업	시가총액	지분율	적정가치	비고	
투자자산가치	상장사	현대백화점	24,484	35.1%	8,594		
		현대그린푸드	5,202	39.7%	2,065		
		현대리바트	1,409	41.2%	580		
		현대이지웰	1,270	50.0%	635		
		현대에버다임	1,607	45.2%	726		
		대원강업	2,514	36.7%	923		
		한섬	4,757	40.5%	1,927		
		현대퓨처넷	3,885	78.5%	3,049		
		현대차	983,861	0.4%	3,935		
	상장사 합계				22,435	포괄적 주식 교환 공시 이전 기준	
	비상장사	비상장사	현대홈쇼핑	7,825	100.0%	7,825	26년 실적 전망치 * 7배
			현대 L&C	2,165	100.0%	2,165	장부가액
			씨엔에스푸드시스템	171	100.0%	171	장부가액
현대드림투어			59	100.0%	59	장부가액	
비상장사 합계					10,220		
투자부동산				371			
투자자산가치 합계				33,027			

항목	적정가치	비고
순차입금	3,294	별도기준, 3Q25
차입금	10,171	
현금	105	
NAV	29,733	
주식 수	183,398	현대홈쇼핑 주식 교환분 인입 시
주당 NAV	16,212	

주: 포괄적 주식 교환 발표 이전일(2/10) 기준

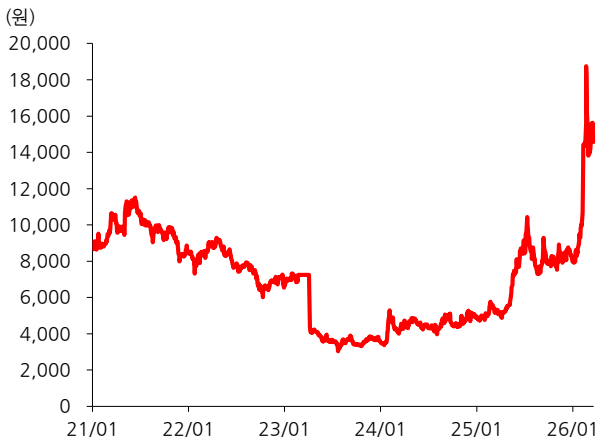
자료: 현대지에프홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 현대홈쇼핑 별도 EBITDA 추이 및 전망



자료: 현대홈쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 현대지에프홀딩스 주가 추이



자료: QuantWise, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 현대홈쇼핑 주가 추이



자료: QuantWise, 한화투자증권 리서치센터

높은 지배력에도 도출된
우수 사례

금번 현대지에프홀딩스 - 현대홈쇼핑의 지배구조 개편안이 더욱 의미가 있는 것은 현대지에프홀딩스의 대주주 및 특수관계인 지분율이 77%이고, 현대홈쇼핑의 지에프홀딩스 지분율이 57% 수준이기에 주주총회 특별결의 통과에 필요한 지분을 충분히 확보하고 있음에도 소액주주 권익 개선에 초점을 맞춘 지배구조 개편안을 꺼내들었다는 점이다. 거버넌스 개혁의 바람이 기업들의 인식 전환을 이끌고 있음을 보여주는 주요한 이정표라고 판단하여, 자세히 설명하였으며 향후에도 이 같은 변화가 지속해서 목격될 수 있을 것으로 전망된다.

V. 왜 지주회사를 사야하는가?

지주회사 커버리지 개시 자료를 준비하면서, 당사가 가장 중점적으로 고민했던 부분은 ‘왜 지주회사를 사야할까?’였다. 특히 지주회사의 핵심 자회사들이 상장되어 있는 경우라면 더욱이 이 고민은 커질 수밖에 없다. 이 경우 투자자들의 우선 순위(수급)는 지주회사보다는 상장된 사업자회사가 높을 수밖에 없을 것이며, 지주회사의 NAV 상승 속도에 비해 시가총액 확장 속도가 더디면서 중복상장 관련 할인률이 커지게 되는 것이 일반적이다.

당사는 지주회사를 사야하는 이유로 ‘거버넌스 개혁에 따른 지주회사 수혜’와 ‘지주회사의 컨트롤타워 역할’을 제시한다.

1. 거버넌스 개혁에 따른 지주회사 수혜

>> 거버넌스 개혁에 따른 할인율 축소 전망

의결권 가치 상승에 따른
할인율 축소

거버넌스 개혁에 따른 대주주와 소액주주간 권익 방향성이 동조화될 것으로 예상된다. 이는 소액주주가 보유한 의결권의 가치 상승으로 연결되면서 지주회사의 할인율 축소에 긍정적으로 영향을 미칠 수 있을 전망이다. 이는 앞선 ‘IV. 거버넌스 개혁 중’ 파트에서 자세히 다룬 바 있어 이 장에서는 갈음할 수 있도록 하겠다.

>> 기업집단의 자본 조달 구조, 지주회사 중심으로 구조적 변화 전망

현실적으로 불가능해진
중복상장

거버넌스 관점에서 지주회사를 주목하는 또 다른 이유는 거버넌스 개혁으로 향후 기업 집단의 자본조달 구조가 지주회사 중심으로 변화할 가능성이 높아졌기 때문이다.

앞서 살펴본 바와 같이 중복 상장, 인적분할 등에 대한 시장의 거부감은 커진 상황에서 제도 개선이 나타나고 있다. 현재 정부에서는 중복상장 금지를 논의하고 있기도 하다. 이 같은 변화가 기업 입장에선 상당히 곤란할 것이다. 이전까지는 신 사업에 대한 육성 등에 필요한 대규모 투자금을 자회사 단에서 외부 투자 유치를 받고, 향후 상장을 통해 기존 투자자들에게 Exit의 기회를 주는 것이 일반적이었는데, 중복 상장이 사실상 불가능해진 현 상황에서 지금까지의 방식으로는 투자 유치가 어렵게 되었기 때문이다.

최근 에식스솔루션즈 상장 철회 사례를 살펴보자. LS그룹은 LS의 고손자회사인 에식스솔루션즈의 상장을 추진한 바 있는 데, LS의 소액주주들은 중복상장에 따른 우려를 제기하였다. 이 같은 상황에서 이재명 대통령이 코스피5000특별위원회와의 오찬 자리에서 ‘L 들어간 주식은 안 사’라는 제목의 언론 보도를 인용하며, “중복상장 문제가 코리아 디스카운트의 원인”이라 언급했고, LS는 에식스솔루션즈의 상장을 철회하는 결정을 하게 된다.

당사가 이 사례를 주목하는 이유는 LS가 에식스솔루션즈의 중복상장 문제가 거론되었을 때, 이를 타개하고자 LS 주주에게 ‘공모주 특별배정’을 추진했기 때문이다. 모회사 주주 공모주 특별배정은 일반청약으로만 자회사의 공모주를 배정할 경우, 모회사의 주주와 신규 투자자 간의 청약 기회가 동일해 모회사 주주의 주주권익이 침해된다는 것을 해결할 수 있는 방안으로 거론되어왔다. 모회사 주주에게 자회사의 공모주 청약 기회를 우선적으로 보장해 모회사의 주주권익을 보호하자는 것이었다. LS가 이 같은 카드를 국내에서 처음으로 꺼내들었음에도 불구하고 결과는 상장 철회였다. 에식스솔루션즈 상장 철회 이후 LS는 향후 에식스솔루션즈의 FI 투자금 상환 방법에 대한 고민을 할 수밖에 없는 상황이 되었다.

[그림21] LS, 에식스 공모주 특별배정 추진 기사

LS, 에식스 공모주 특별배정 추진

최석철 +

입력 2026.01.15 17:07 수정 2026.01.16 09:20 지면 A24

가



국내 첫 시도…관계부처와 협의
배당 등 주주환원책도 검토

자료: 한국경제, 한화투자증권 리서치센터

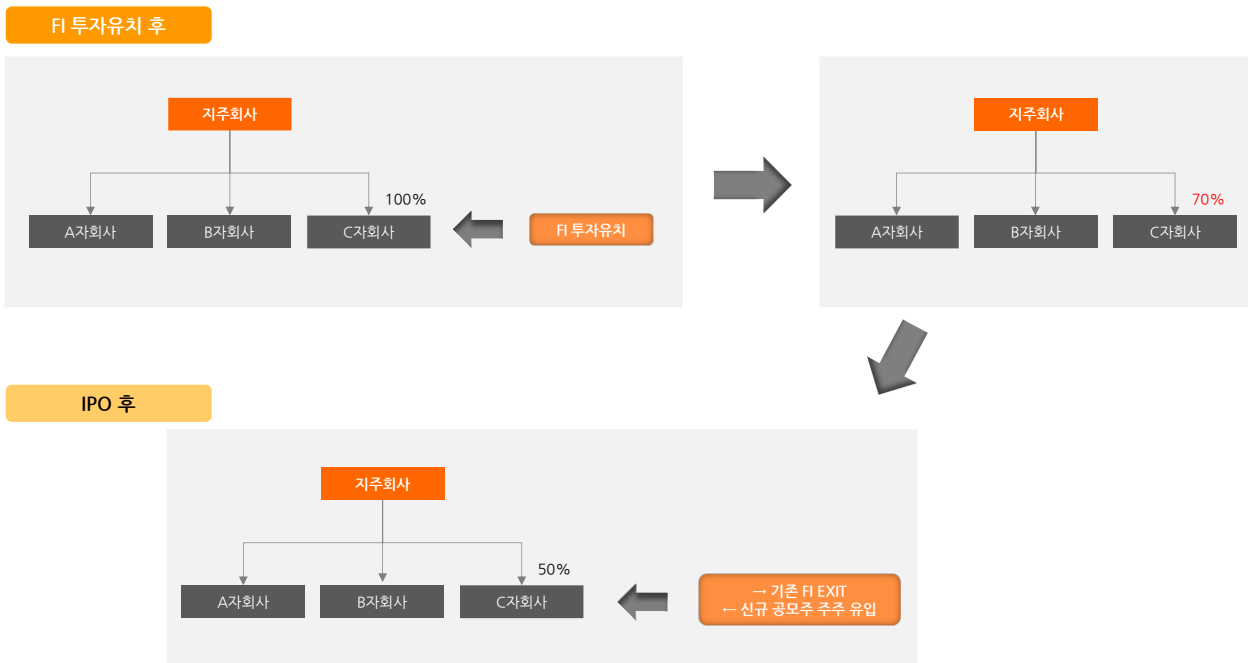
자본조달의 패러다임
자회사 중심에서
지주회사 중심으로

중복상장의 보완책으로 거론되던 ‘모회사 주주에 대한 공모주 특별배정’ 또한 시장에서 거부된 것이다. 결국 기업집단의 자본조달 방식의 구조적 변화는 불가피하게 되었다. 기존 자회사 중심의 자본 조달에서 지주회사 중심의 자본 조달로 구조적 변화가 나타날 것으로 전망되며, 이 과정에서 지주회사로의 기업집단의 자금 유입이 집중될 것으로 예상된다. 대표적인 수단이 배당이 될 것이며, 지주회사의 배당수의 증가가 전망된다. 그리고 지주회사는 확보한 현금을 신 사업에 투자하는 구조가 될 것이다. 비핵심 자산(자회사) 매각이나 일부 자회사 지분 매각 등도 활발해질 수 있겠다. 이는 자본효율성 측면에서 긍정적이다.

보유 포트폴리오 매각이 여의치 않고, 배당수익만으로 투자규모를 충당하기 어려울 수 있다. 이 경우, 투자가 필요한 자회사가 유상증자를 통해 외부 투자금을 유치하는 것이 아니라 지주회사가 유상증자를 통해 자본을 조달하고 자회사에 증자해주는 방식으로의 전환이 예상된다. 지주회사의 유상증자에 대해서도 기존주주들의 반발이 있을 수 있다. 주식 가치의 희석이 불가피하기 때문이다. 이 과정에서는 주주와의 철저하고 면밀한 소통을 통해 투자금 활용 방안과 필요성을 설명해야할 것이다.

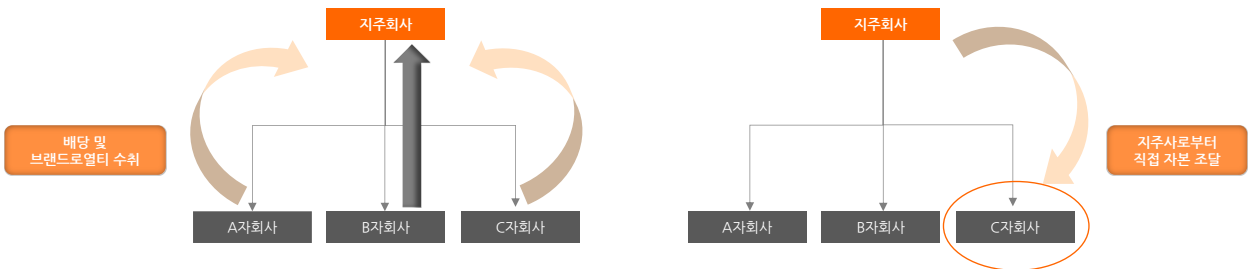
뿐만 아니라 지주회사가 유상증자를 단행하기 위해서는 지주회사 주가가 최소한 PBR 1배 이상의 가격에서 형성되어 있어야 할 것이라 판단한다. 그 이유는 저가 유상증자에 따른 논란이 불거질 수 있음은 물론 정부와 정치권에서 PBR 1배 미만에 기업에 대한 집중적인 관리와 정책적 압박을 강화하고 있기 때문이다. 이는 달리 말해 기업집단의 원활한 투자 유치 및 집행을 위해선 지주사의 PBR이 최소한 1배 이상에서 형성되어야만 한다는 당위성이 성립된다는 것으로 지주사들이 지배구조 개편, 포트폴리오 리밸런싱, 재무구조 개선, 주주환원 강화 등을 통해 적극적 주가 부양책을 꺼내들 공산이 높다는 것을 의미한다.

[그림22] 기업집단의 자본 조달 구조 As is



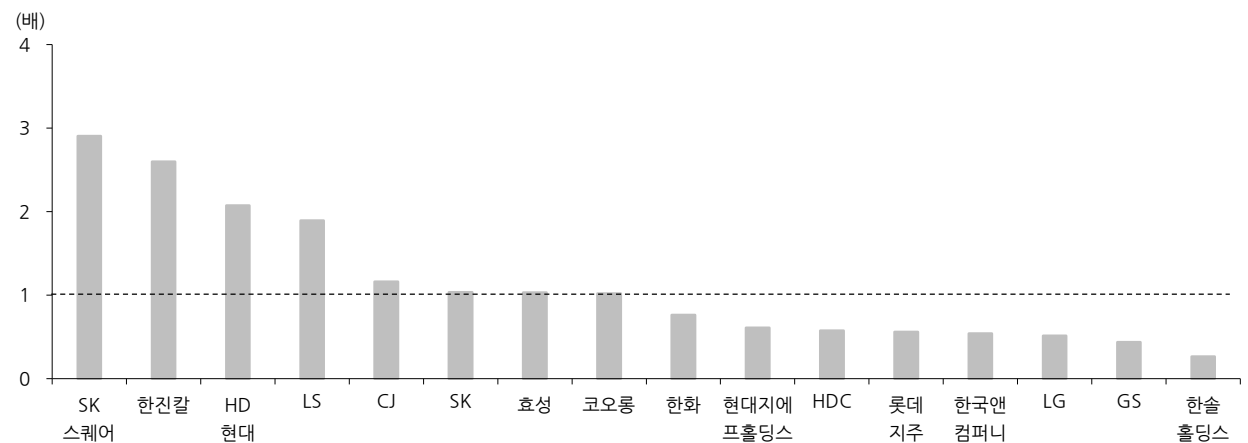
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 기업집단의 자본 조달 구조 To be



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 지주회사 PBR (Trailing)



자료: 각 사, QuantiWise, 한화투자증권 리서치센터

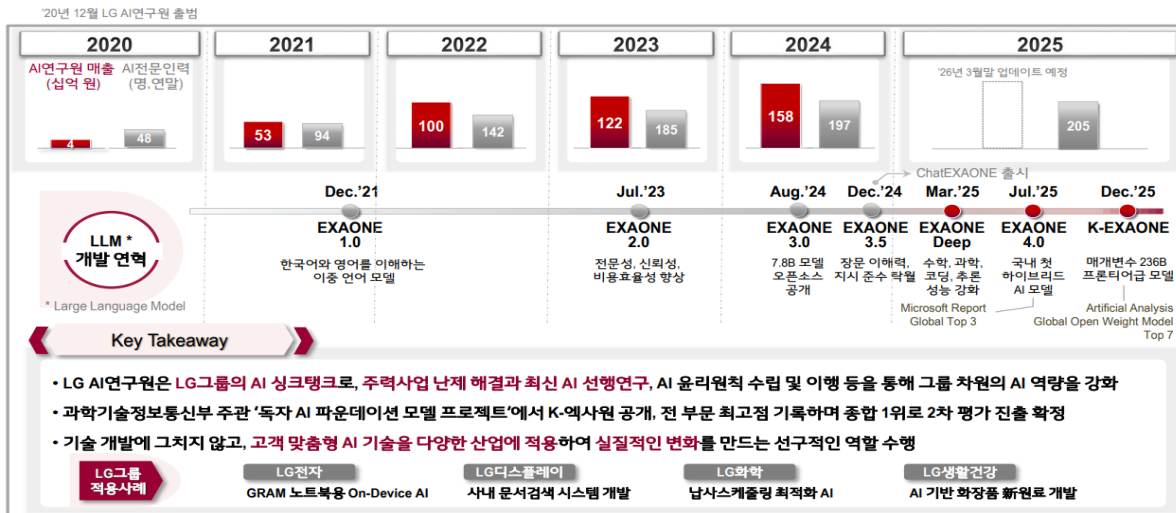
2. NAV 확장을 위한 지주사의 컨트롤타워 역할

>> 포트폴리오 NAV 확장에 주도적인 역할 수행 시, 지주사도 부각

순수 지주회사일지라도, 자회사 등 그룹 포트폴리오의 NAV 상승에 끌려다니는 것이 아니라 지주사가 컨트롤타워의 역할을 하며, 그룹 포트폴리오의 NAV 상승을 견인하는 주도적 역할을 할 경우 지주회사의 매력은 부각될 수 있다.

당사 커버리지 중 대표적 사례가 (주)LG의 사례이다. (주)LG는 2020년 각 계열사에 분산되어 있던 AI 전문인력을 자회사인 LG AI연구원으로 모음과 동시에 외부 인력 채용을 통하여왔다. 25년 기준 AI연구원의 AI 전문인력은 205명 수준으로 확대되었다. LG AI연구원에서는 자체 LLM인 EXAONE을 개발하고 있는 데, 개발한 AI를 LG그룹 전반에 적용 중에 있다. 또한 LG AI연구원은 정부가 소버린AI 개발을 목표로 추진 중인 ‘독자 AI 파운데이션 모델 사업(국가대표 AI 프로젝트)’에 참여하고 있는 데, LG AI 연구원이 개발한 K-EXAONE은 1차 평가에서 종합 1위로 평가되어 SK텔레콤 컨소시엄, 업스 테이지 컨소시엄 등과 함께 2차 평가에 진출하기도 하였다.

[그림25] LG AI 연구원 및 LLM 개발 연혁



자료: LG, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] K-exaone 벤치마크 대비 비교

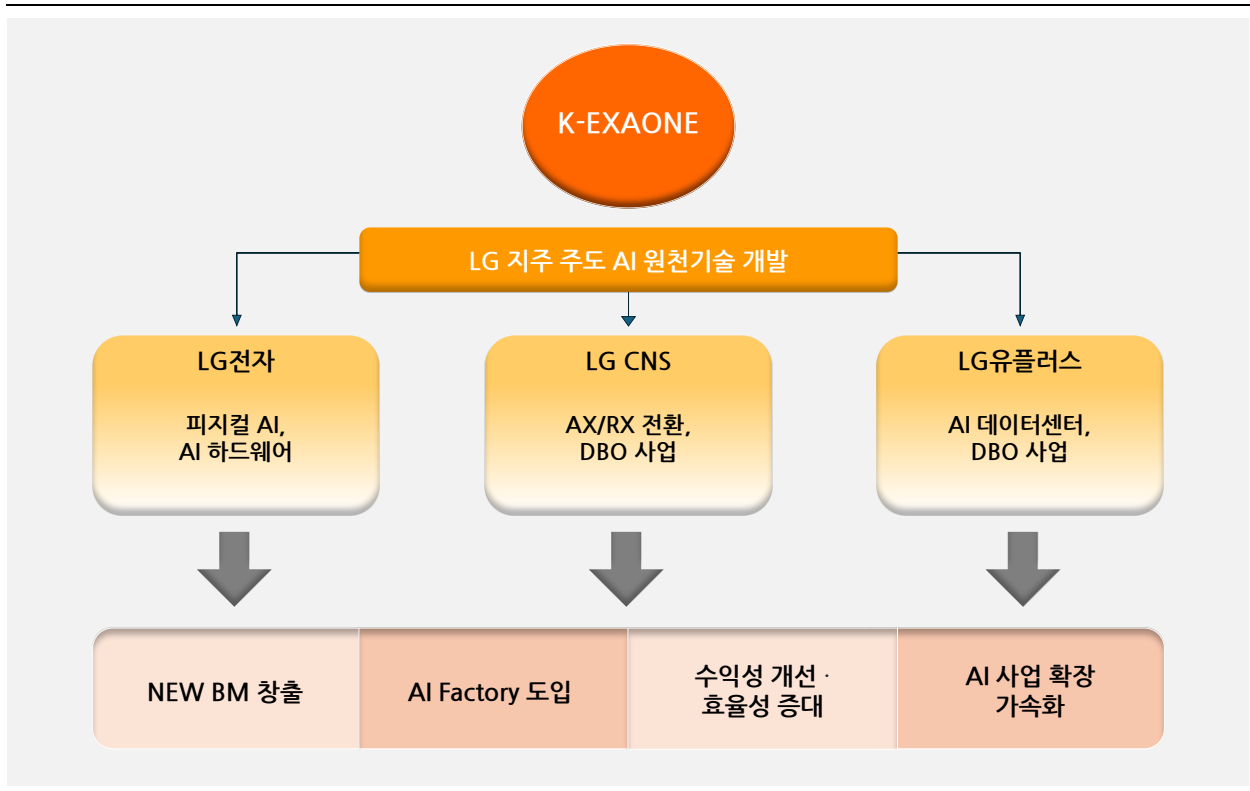


자료: LG AI연구원, 한화투자증권 리서치센터

AI 파운데이션 모델 개발로
자회사 사업확장 지지

LG그룹은 현재 LG전자(피지컬AI 및 AI HW), LG CNS(AX/RX, DBO), LG유플러스(AI DC, DBO) 등 AI 관련 사업을 진행하고 있는 데, 지주사 중심의 AI 파운데이션 모델 개발이 해당 사업의 확장을 지지해줄 수 있을 것으로 전망한다. 추가적 BM 뿐만 아니라 AI 팩토리 도입 등에 활용될 경우, 효율성 증대 등 수익성 개선에 도움이 될 수 있을 것이다. K-EXAONE이 소버린 AI로 선정될 경우, LG CNS의 AX 등 사업 확장의 속도가 가속화될 잠재력도 풍부하다.

[그림27] LG그룹 AI 사업 구조 및 시너지



자료: 한화투자증권 리서치센터

VI. 투자전략

지주업종 비중확대 의견 제시

지주업종에 대해 비중확대 의견을 제시하며, 커버리지를 개시한다.

앞서 논의한 바와 같이 중장기적으로 상법개정 등 거버넌스 관련 제도 개선이 잇따르는 현 상황에서 대주주와 소액주주 간 권익 방향성 동조화는 지주회사 할인율의 축소를 이끌 수 있을 것으로 전망하며, 자본 조달 구조가 지주회사 중심으로 구조적으로 변화함에 따라 지주회사로의 기업집단의 부의 집중이 나타날 수 있으며, 그 과정에서 지주회사의 지배구조 개편, 주주환원 강화, 그룹 포트폴리오 리밸런싱, 재무구조 개선 등 추가 부양 노력이 이어질 수 있을 전망이다.

업종 내 선호도는 ‘NAV 자체의 확장 가능성’에 집중

지주회사 내 선호도는 ‘NAV 할인율 보다는 NAV 자체의 확장 가능성’을 중심으로 우선적으로 판단할 필요가 있겠다. NAV 할인율은 다소 추상적이며, 기업별로 비교 가능성이 떨어지는 지표이다. 또한 NAV가 우하향 곡선을 그리는 상황에서 할인율이 축소된다 하더라도 해당 지주사의 기업 가치는 우하향이 불가피하다.

비상장 자회사 관점

상장 자회사보다는 비상장 자회사와 지주회사 자체 수익 증가가 NAV 확장을 주도하는 것을 선호한다. 이는 중복상장이라는 NAV 디스카운트 요인의 회피가 가능하기 때문이다. 이는 일반적인 지주회사 투자 아이디어 중 하나이기도 하다.

해당 관점에서 SK와 CJ, 코오롱을 주목한다. SK는 SK에코플랜트의 성장이 주목된다. SK에코플랜트는 반도체 등 하이테크 전문 EPC로서 반도체 업황 호조 및 SK하이닉스의 용인 반도체 클러스터 투자의 수혜가 기대된다. SK팜테코도 관심이 필요하다. 세종 4공장 건립을 통해 펩타이드 원료의약품 CDMO로 사업확장을 진행 중이며, 27년부터 본격적인 실적 성장이 예상된다. CJ는 인바운드 관광객 수혜 및 해외 진출 모멘텀으로 CJ올리브영과 CJ푸드빌 등 핵심 자회사의 견조한 성장이 지속될 것으로 전망되며, 해당 핵심 자회사 2곳이 NAV 확장을 이끌고 있다. 코오롱은 관계회사인 Kolon sport china가 중국 아웃도어 의류 시장 개화 속 브랜드력이 확장되면서 25년 매출액 성장률이 +82% YoY를 기록하며 폭발적으로 성장하고 있다.

지주회사 자체 수익 관점

브랜드로열티가 NAV 확장을 이끌어 나가는 것에도 주목이 필요하다. 브랜드로열티는 배당수익과 함께 지주회사의 핵심 수익원이다. 일반적으로는 안정적 수익원으로 평가받지만 최근에는 자회사의 폭발적 외형 성장으로 이례적으로 NAV 확장에 기여하고 있다. 대표적으로 SK하이닉스와 한화에어로스페이스를 들 수 있겠다. 최근 메모리반도체 공급부족의 수혜로 SK하이닉스의 고성장이 기대된다. 또한 자국 우선주위, 글로벌 지정학적 리스크 부각, 선박 교체 주기 등의 수혜로 한화에어로스페이스의 외형도 빠르게 성장하고 있다. 이는 SK와 한화의 브랜드로열티 수익 확대에 이어지며, SK의 26년 브랜드로열티 수익은 5,961억원(+61% YoY)가 전망되며, 한화의 26년 브랜드로열티 수익은 2,448억원(+19% YoY)을 전망한다.

지주회사의 역할 관점

지주회사의 주도적 역할을 수행하며, 특정 상장사가 아닌 상장자 포트폴리오 전반의 가치 상승을 통해 NAV 확장을 기대해볼 수 있는 지주회사 역시 주목이 필요하다. 대표적으로 앞서 소개한 LG이겠다. LG는 그룹 AI 개발의 컨트롤타워 역할을 수행함으로써 보유하고 있는 포트폴리오 전반의 가치 상승에 주도적 역할을 수행하고 있다.

지주업종에 투자함에 있어 지배구조 개편에도 관심이 필요

NAV 확장뿐만 아니라 지주업종에 투자함에 있어 지배구조의 개편 과정에서의 투자 기회에도 관심을 가질 필요가 있겠다.

지배구조 개편과 관련해서는 한화의 인적분할에 주목한다. 한화는 인적분할을 통해 테크/라이프솔루션 자회사를 지배하는 신설지주(가칭 한화머시너리엔서비스홀딩스)를 설립할 예정이다. 분할비율은 존속법인 0.76 : 신설법인 0.24로, 분할기일은 26년 7월 1일, 재상장은 7월 24일로 예정되어 있다. 신설법인 설립으로 주력 사업인 방산/에너지에 가려져있던 테크(반도체/2차전지 장비), 라이프솔루션(호텔/백화점), 로봇 등 사업의 가치가 부각될 수 있을 것으로 전망되는 데, 이들 사업은 최근 반도체 업황 호조 및 CAPEX 증가, AI 발전에 따른 피지컬AI 개화, 인바운드 모멘텀 증가 등으로 시장의 관심이 확대되고 있는 사업들이다. 특히 이들은 신사업이기에 투자가 필요한 상황으로 신설 지주의 자본조달 관점에서의 역할이 부각될 수 있을 전망이다.

최선호기업 SK, 관심기업 코오롱 제시

당사 지주회사 업종 최선호주로는 SK를 제시한다. 커버리지 중 가장 자본조달 측면에서의 역할이 부각되는 지주회사가 될 것으로 보이고 브랜드로열티 증가와 SK에코플랜트와 SK팜테코 등 비상장 자회사 성장이 기대되기 때문이다. 관심기업으로는 현 시점에서 NAV 할인율이 과도하고, 중국 아웃도어 시장 개화에 따라 Kolon sport china 성장이 기대되는 코오롱을 제시한다.

[표19] 지주섹터 커버리지 밸류에이션

기업	시가총액 (십억원)	주가		P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
				26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
SK (034730)	23,853	목표주가(원)	520,000	6.4	5.1	0.9	0.8	6.5	5.4	10.7	12.2
		현재주가(원)	329,000								
LG (003550)	13,386	목표주가(원)	110,000	9.9	8.2	0.5	0.4	4.5	3.4	4.6	5.4
		현재주가(원)	86,800								
한화 (000880)	8,141	목표주가(원)	150,000	7.3	5.3	0.8	0.7	6.6	5.1	8.6	10.7
		현재주가(원)	108,600								
CJ (001040)	5,687	목표주가(원)	280,000	8.9	7.3	1.2	1.1	4.0	3.6	11.1	12.2
		현재주가(원)	194,900								
코오롱 (002020)	653	목표주가(원)	90,000	9.9	7.7	0.4	0.4	8.2	7.3	4.0	4.9
		현재주가(원)	50,600								

주: 3월 23일 종가, 당사 추정치 기준
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터



VII.

기업분석

1. SK (034730)
2. LG (003550)
3. 한화 (000880)
4. CJ (001040)
5. 코오롱 (002020)



SK (034730)

지주사 중심 자본조달 구조 변화의 최대 수혜주

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 520,000원

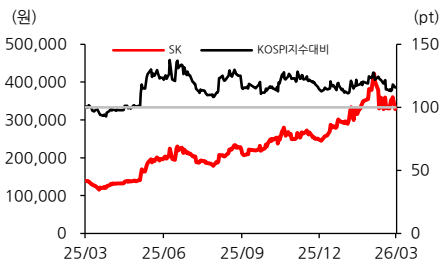
현재 주가(3/23)	329,000원
상승여력	▲58.1%
시가총액	238,534억원
발행주식수	72,503천주
52 주 최고가 / 최저가	422,500 / 115,400원
90 일 일평균 거래대금	912.77억원
외국인 지분율	28.4%
주주 구성	
최태원 (외 32 인)	25.4%
자사주 (외 1 인)	24.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.2	32.4	47.9	136.9
상대수익률(KOSPI)	-5.7	1.1	-7.2	32.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	123,400	122,703	121,086	127,848
영업이익	2,396	1,818	3,592	5,435
EBITDA	10,780	10,114	11,618	13,626
지배주주순이익	-1,293	1,597	2,814	3,531
EPS	-17,884	21,971	51,526	64,679
순차입금	62,029	50,684	51,075	49,950
PER	-18.4	15.0	6.4	5.1
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.0	7.4	6.5	5.4
배당수익률	2.1	2.4	2.4	2.4
ROE	-5.6	6.4	10.7	12.2

주가 추이



포트폴리오 리밸런싱 진행 중

SK는 SK그룹의 최상단 지주회사로 상장 자회사로는 SK이노베이션, 텔레콤, 스퀘어, SKC, SK바이오팜 비상장 자회사로는 SK에코플랜트, 실트론, 팜테코 등의 지분을 보유하고 있으며, 자체 SI사업을 영위 중에 있다. SK는 현재 AI와 에너지솔루션 중심으로 포트폴리오 재편하고 재무구조를 개선하는 포트폴리오 리밸런싱을 진행하고 있다. 비핵심 포트폴리오인 SK스페셜티를 매각했으며, SK머티리얼즈에어플러스 등 4개사와 에센코어를 SK에코플랜트에 현물출자하고 환경 자회사를 매각하여 SK에코플랜트를 하이테크 EPC로서의 정체성을 강화했으며, 재무구조 개선을 위해 SK이노베이션과 SK E&S, SK온과 SK엔무브의 합병을 진행했다. SK바이오팜의 지분 일부를 유동화하였고 현재 SK실트론의 매각도 진행 중이다. 이를 통해 동사 별도 순차입금은 24년말 9.2조원에서 25년말 기준 6.6조원 수준으로 개선되었다. 현재 추진 중인 실트론과 왓슨의 매각이 완료될 경우, 추가적 재무구조 개선이 전망된다. 23.2조원까지 급증했던 SK이노베이션의 연결 순차입금도 리밸런싱 과정에서 25년말 기준 13.8조원 수준으로 감축되었다.

지주사 중심 자본조달 구조 변화의 최대 수혜주

거버넌스의 개혁으로 기업집단의 자본조달 구조가 지주회사 중심으로 전환될 것을 전망하며, SK가 최대 수혜주라 판단한다. SK에코플랜트와 SK팜테코 등 비상장자회사의 상장이 현실적으로 어려운 상황에서 자본조달 체계 전환이 불가피하다. SK로의 배당수의 확대가 전망되는 이유이다. 이에 향후 손자회사인 SK하이닉스의 주주환원이 SK로 연결될 수 있을 것으로 예상된다. NAV 확장 관점에서는 메모리 반도체 업황 호조와 증설에 따른 브랜드로열티 수익 증가(+61% YoY)와 SK에코플랜트 실적 성장이 기대되며, 펩타이드 원료의약품 CDMO로 사업확장 중인 SK팜테코의 실적 턴어라운드도 27년부터 본격화되겠다.

투자의견 BUY, 목표주가 52만원 제시

SK에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 52만원을 제시하며, 커버리지를 개시하며, 당사 지주회사 최선호주 의견을 제시한다. 27년 1월까지 보유 자사주 중 20.3%의 소각을 발표한 것 또한 거버넌스 개혁에 발맞춘 전형적인 결정으로 긍정적이다.

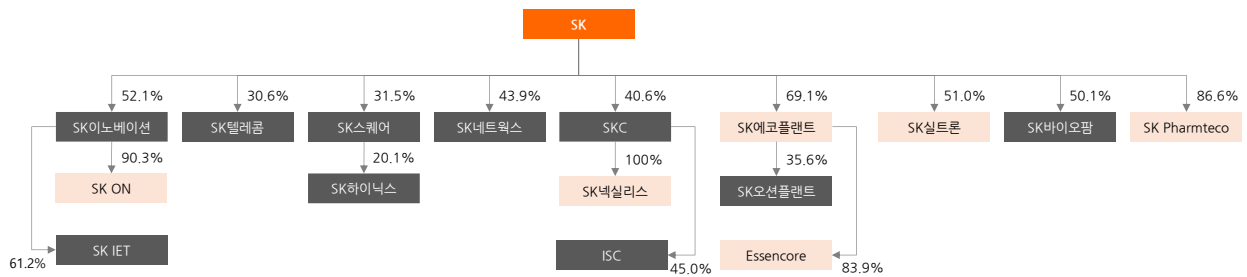
[표20] SK 실적테이블

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	31,230	30,142	31,041	30,290	30,078	29,827	30,427	30,755	122,703	121,086	127,848
YoY	-3.7%	-2.8%	3.3%	-3.0%	-3.7%	-1.0%	-2.0%	1.5%	-1.6%	-1.3%	5.6%
별도	788	1,004	865	956	873	1,090	976	1,087	3,612	4,026	4,317
브랜드로열티	82	103	92	92	127	145	159	166	369	596	739
배당	122	249	106	15	122	249	106	15	491	491	491
IT 서비스	583	650	665	848	624	696	712	907	2,747	2,939	3,086
SK 이노베이션	21,147	19,307	20,533	19,310	19,594	18,484	18,596	19,180	80,296	75,855	79,928
SK 텔레콤	4,454	4,339	3,978	4,329	4,401	4,384	4,462	4,468	17,099	17,715	18,066
SK 네트워크	1,637	1,516	1,973	1,620	1,648	1,550	1,994	1,689	6,745	6,880	7,046
SKC	438	467	506	428	474	508	521	526	1,840	2,029	2,401
SK 에코플랜트	2,611	3,189	3,248	3,144	3,002	3,667	3,735	3,616	12,191	14,020	15,422
영업이익	229	-74	654	1,009	824	1,040	1,073	654	1,818	3,592	5,435
YoY	-84.0%	적전	55.3%	흑전	259.8%	흑전	64.0%	-35.2%	-11.8%	97.5%	51.3%
OPM	0.7%	-0.2%	2.1%	3.3%	2.7%	3.5%	3.5%	2.1%	1.5%	3.0%	4.3%
별도	176	331	197	109	273	390	276	287	813	1,226	1,517
SK 이노베이션	-45	-418	573	236	449	388	535	516	347	1,888	3,023
SK 텔레콤	567	338	48	119	507	520	514	308	1,073	1,849	1,963
SK 네트워크	16	43	22	4	24	29	34	33	86	120	133
SKC	-74	-70	-53	-108	-50	-38	-25	-17	-305	-130	60
SK 에코플랜트	57	153	157	-51	81	194	199	-41	315	433	522

자료: SK, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] SK 지배구조도



자료: SK, 한화투자증권 리서치센터

[표21] SK NAV Valuation

(단위: 억 원, 천 주, 원)

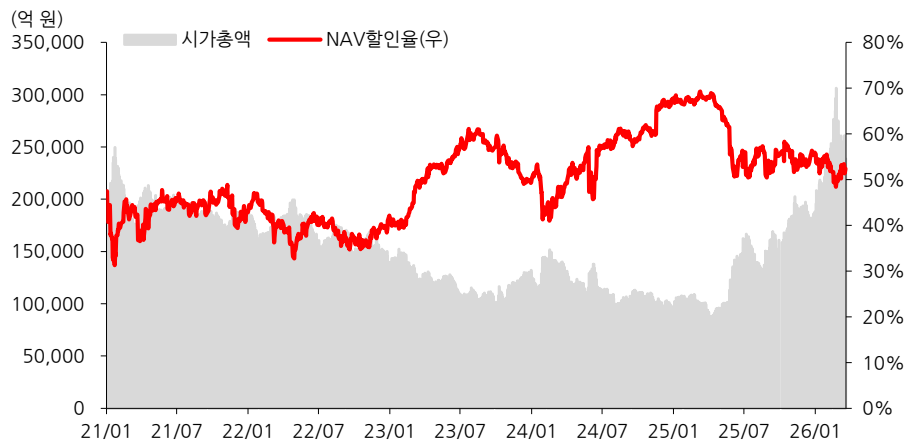
항목	구분	적정가치	비고
영업가치	브랜드로열티	59,611	26E 로열티 x 10배
	자체사업	16,235	EV/EBITDA X5배
영업가치 합계		75,846	

항목	구분	기업	시가총액	지분율	적정가치	비고	
투자자산가치	상장사	SK이노베이션	178,520	55.9%	99,793		
		SK텔레콤	159,374	30.6%	48,769		
		SK스퀘어	735,725	31.5%	231,753		
		SK네트웍스	11,329	43.9%	4,974		
		SKC	35,483	40.6%	14,406		
		SK바이오팜	71,422	50.8%	36,282		
	상장사 합계				435,976		
	비상장사	비상장사	SK에코플랜트	25,331	63.2%	16,009	K-OTC
			SK실트론	6,226	51.0%	21,671	매각 거론가치
			SK팜테코	16,512	86.6%	16,512	장부가치
		비상장사 합계				54,193	
	투자부동산				62		
투자자산가치 합계				348,088	상장사 50% 할인		

항목	적정가치	비고
순차입금	66,429	별도기준, 4Q25
차입금	67,253	
현금	824	
NAV	281,659	
주식 수	54,522	자사주 제외
주당 NAV	516,597	

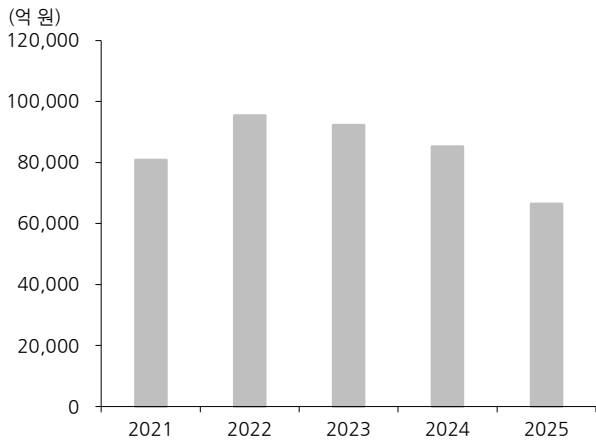
자료: SK, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] SK 시가총액 및 NAV 할인을 추이



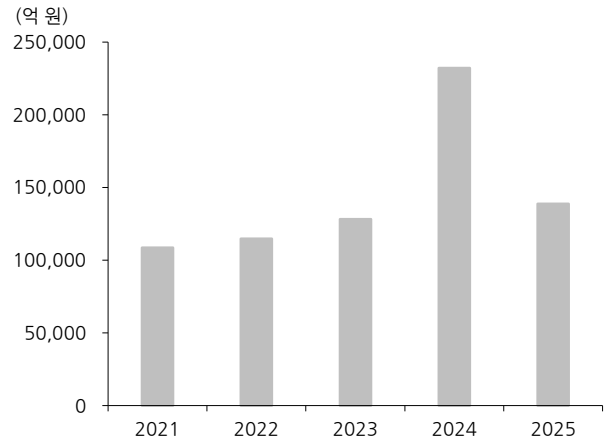
자료: QuantiWise, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] SK(별도) 순차입금



자료: SK, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] SK 이노베이션(연결) 순차입금



자료: SK이노베이션, 한화투자증권 리서치센터

[표22] SK 그룹 리밸런싱 타임라인 정리

타임라인	내용
2021년 2월	SK, SK바이오팜 지분 11% 매각 (1.1조원)
2024년 7월	SK, SK이노베이션-SK E&S 합병
2024년 8월	SK 네트워크, SK렌터카 지분 100% 매각 (8,200억원)
2024년 11월	SK에코플랜트, 에센코어 및 SK머티리얼즈에어플러스 자회사 편입
2024년 11월~ 2025년 1월	SK이노베이션, 자회사 3사 합병 (SK온-SK엔탐-SK트레이딩인터)
2025년 3월	SK, SK스페셜티 지분 85% 매각 (2.6조원)
2025년 6월	SK이노베이션, SK온-SK엔무브 합병
2025년 5월	SK에코플랜트, SK머티리얼즈 4개사 편입
2025년 8월	SK에코플랜트, 환경자회사 3개사 매각 (총 1.78조원)
진행 중	SK, SK실트론 지분 매각 추진 중

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	128,798	123,400	122,703	121,086	127,848
매출총이익	12,189	10,499	9,588	9,469	9,998
영업이익	4,754	2,396	1,818	3,592	5,435
EBITDA	13,742	10,780	10,114	11,618	13,626
순이자손익	-2,139	-2,621	-2,140	-1,434	-1,385
외화관련손익	-157	-462	288	0	0
지분법손익	-2,615	4,257	10,978	8,665	9,532
세전계속사업손익	-854	1,329	2,637	10,822	13,581
당기순이익	-406	529	3,555	7,035	8,827
지배주주순이익	-777	-1,293	1,597	2,814	3,531
증가율(%)					
매출액	-2.5	-4.2	-0.6	-1.3	5.6
영업이익	-41.7	-49.6	-24.1	97.5	51.3
EBITDA	-18.9	-21.6	-6.2	14.9	17.3
순이익	적전	흑전	572.3	97.9	25.5
이익률(%)					
매출총이익률	9.5	8.5	7.8	7.8	7.8
영업이익률	3.7	1.9	1.5	3.0	4.3
EBITDA 이익률	10.7	8.7	8.2	9.6	10.7
세전이익률	-0.7	1.1	2.1	8.9	10.6
순이익률	-0.3	0.4	2.9	5.8	6.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	11,354	8,320	6,099	1,867	2,434
당기순이익	-406	529	3,555	7,035	8,827
자산상각비	8,988	8,384	8,295	8,027	8,192
운전자본증감	1,383	947	-968	-654	-116
매출채권 감소(증가)	1,240	1,570	-386	-633	-927
재고자산 감소(증가)	881	1,466	-326	340	-744
매입채무 증가(감소)	549	-1,954	620	-361	1,555
투자현금흐름	-21,628	-12,158	-537	-1,735	-868
유형자산처분(취득)	-18,719	-15,265	-8,473	-10,000	-10,000
무형자산 감소(증가)	-480	-17	-398	-400	-400
투자자산 감소(증가)	878	643	-895	0	0
재무현금흐름	11,524	4,875	-5,038	-523	-441
차입금의 증가(감소)	4,845	5,812	-4,203	0	0
자본의 증가(감소)	-1,674	-1,815	-1,544	-523	-441
배당금의 지급	-1,674	-1,815	-1,544	-523	-441
총현금흐름	14,083	11,582	10,582	2,521	2,551
(-)운전자본증가(감소)	-1,256	-1,757	87	654	116
(-)설비투자	18,915	15,673	9,586	10,000	10,000
(+)자산매각	-284	392	716	-400	-400
Free Cash Flow	-3,860	-1,942	1,625	-8,533	-7,966
(-)기타투자	3,181	-1,669	-8,348	-8,665	-9,532
잉여현금	-7,040	-273	9,972	132	1,566
NOPLAT	3,447	1,008	1,625	2,335	3,532
(+) Dep	8,988	8,384	8,295	8,027	8,192
(-)운전자본투자	-1,256	-1,757	87	654	116
(-)Capex	18,915	15,673	9,586	10,000	10,000
OpFCF	-5,224	-4,524	246	-293	1,608

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	64,835	67,431	71,677	71,579	74,375
현금성자산	26,186	29,004	29,289	28,898	30,023
매출채권	17,057	16,776	15,936	16,569	17,496
재고자산	15,007	13,638	13,640	13,301	14,045
비유동자산	142,136	147,546	141,843	144,216	146,425
투자자산	50,054	51,278	60,147	60,147	60,147
유형자산	73,494	80,364	69,788	73,245	76,405
무형자산	18,587	15,905	11,908	10,824	9,873
자산총계	206,970	214,978	213,520	215,795	220,800
유동부채	65,353	71,533	67,125	66,765	68,320
매입채무	29,144	29,892	28,154	27,794	29,348
유동성이자부채	32,051	36,694	28,413	28,413	28,413
비유동부채	63,738	63,157	60,703	61,048	61,408
비유동이자부채	54,286	54,339	51,559	51,559	51,559
부채총계	129,091	134,690	127,828	127,813	129,728
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	8,985	13,198	12,046	12,046	12,046
이익잉여금	13,668	11,882	13,011	15,302	18,392
자본조정	-1,942	19	113	113	113
자기주식	-1,960	-1,948	-1,948	-1,948	-1,948
자본총계	77,879	80,288	85,691	87,982	91,072

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-10,651	-17,884	21,971	51,526	64,679
BPS	280,985	343,711	344,705	376,052	418,345
DPS	5,000	7,000	8,000	8,000	8,000
CFPS	190,919	158,505	144,827	34,500	34,906
ROA(%)	-0.4	-0.6	0.7	1.3	1.6
ROE(%)	-3.7	-5.6	6.4	10.7	12.2
ROIC(%)	3.5	1.0	1.7	2.5	3.7
Multiples(x, %)					
PER	-16.7	-18.4	15.0	6.4	5.1
PBR	0.6	1.0	1.0	0.9	0.8
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	0.9	2.1	2.3	9.5	9.4
EV/EBITDA	5.3	8.0	7.4	6.5	5.4
배당수익률	2.8	2.1	2.4	2.4	2.4
안정성(%)					
부채비율	165.8	167.8	149.2	145.3	142.4
Net debt/Equity	77.2	77.3	59.1	58.1	54.8
Net debt/EBITDA	437.7	575.4	501.1	439.6	366.6
유동비율	99.2	94.3	106.8	107.2	108.9
이자보상배율(배)	1.5	0.7	0.6	1.5	2.2
자산구조(%)					
투하자본	57.7	56.5	50.4	51.3	51.5
현금+투자자산	42.3	43.5	49.6	48.7	48.5
자본구조(%)					
차입금	52.6	53.1	48.3	47.6	46.8
자기자본	47.4	46.9	51.7	52.4	53.2



LG (003550)

AI 컨트롤타워로서 역할 부각

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 110,000원

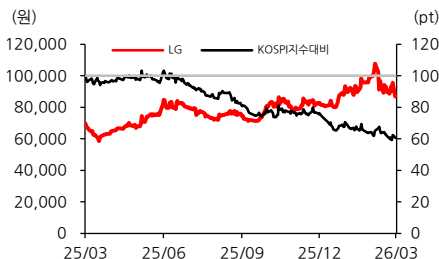
현재 주가(3/23)	86,800원
상승여력	▲26.7%
시가총액	133,864억원
발행주식수	154,222천주
52 주 최고가 / 최저가	107,700 / 58,500원
90 일 일평균 거래대금	333.9억원
외국인 지분율	36.1%
주주 구성	
구광모 (외 30 인)	42.5%
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%
SilchesterInternationalInvestorsL	7.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.8	5.5	15.0	24.5
상대수익률(KOSPI)	-5.2	-25.8	-40.1	-80.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	7,176	7,253	8,406	9,286
영업이익	967	912	2,039	2,472
EBITDA	1,161	1,143	2,269	2,700
지배주주순이익	575	737	1,337	1,619
EPS	3,593	4,719	8,782	10,644
순차입금	-1,986	-2,566	-3,317	-4,470
PER	24.2	18.4	9.9	8.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.0	9.6	4.5	3.4
배당수익률	3.6	3.6	3.6	3.6
ROE	2.2	2.6	4.6	5.4

주가 추이



A, B, C 영역 투자 확대

LG는 LG그룹 최상단 지주회사로 LG전자, 화학, 생명과학 유플러스, CNS 등 상장 자회사 지분을 소유하고 있는 순수 지주회사이다. LG CNS 상장 이후 사실상 핵심 자회사의 상장이 완료되었다.

LG는 풍부한 자원(4Q25 기준 순현금 1.3조원)을 바탕으로 AI & Enterprise S/W, Bio & Healthcare, Clean Tech & Sustainability(A, B, C) 영역을 주요 투자 영역으로 선정하여, 투자를 집행하고 있다. 25년 3분기 기준 5년 간 집행한 누적 투자금액은 6,776억원 수준이다.

AI 컨트롤타워로서 지주회사 역할 부각

단일 사업회사에 의존하기보다 지주회사가 그룹 포트폴리오 전반의 NAV 상승을 위한 주도적인 역할을 할 경우 지주회사의 상대적 투자 매력도가 높아진다고 판단한다.

LG가 대표적이다. LG는 그룹 내에 분산되어 있는 AI인력을 모으고 외부 충원을 통해 2020년 LG AI연구원을 설립하였다. 동 연구원에서는 자체 LLM인 EXAONE을 개발하고 있으며, LG그룹 내에서 적용 중에 있다. 또한 소버린 AI 파운데이션 프로젝트에 참여 중에 있는데, 동 연구원에서 개발한 K-EXONE은 종합 1위로 2차 평가에 진출해있는 상황이다. 현재 동사의 자회사 포트폴리오는 피지컬 AI(LG전자), AX(LG CNS), AI데이터센터(LG유플러스) 등 다양한 AI 관련 사업을 추진 중에 있는데, 지주사 단에서의 AI 파운데이션 모델 개발이 AI 관련 사업 확장을 지지해줄 수 있을 것으로 예상된다. 향후 소버린 AI로 최종 선정될 경우에는 LG CNS의 AX 사업 확장에 탄력이 붙을 수 있을 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 11만원 제시

LG에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 11만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV Valuation을 통해 산정하였으며, 상장자회사의 가치에는 50% 할인을 적용하였다.

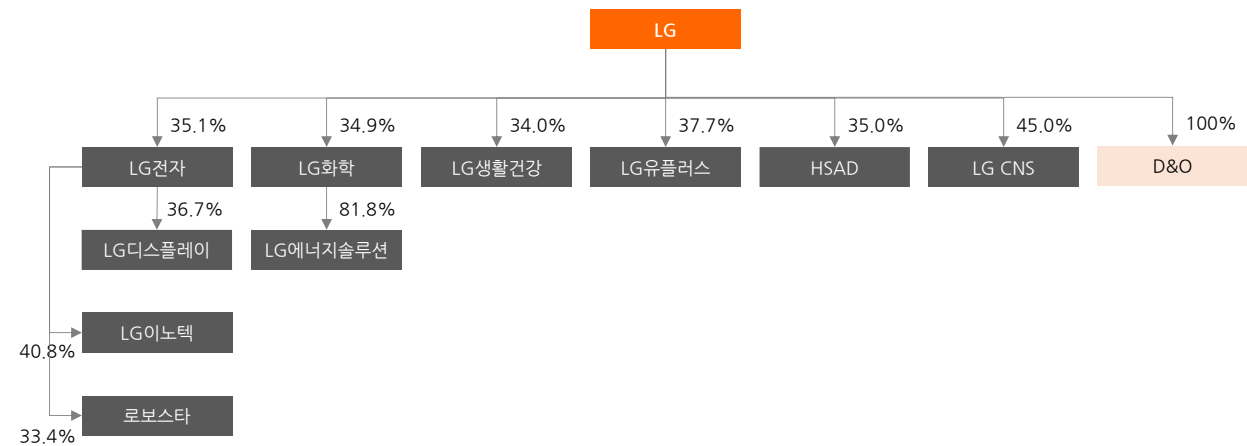
[표23] LG 실적테이블

(단위: 억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	19,361	17,977	19,962	15,225	17,003	19,766	21,995	25,300	72,525	84,064	92,859
YoY	19.2%	-1.4%	2.7%	-14.6%	-12.2%	9.9%	10.2%	66.2%	1.1%	15.9%	10.5%
별도	4,043	1,187	2,321	1,298	4,021	1,200	2,334	1,302	8,850	8,858	8,945
배당	2,809	0	1,084	0	2,809	0	1,084	0	3,893	3,893	3,893
브랜드로열티	868	820	870	932	905	892	942	995	3,490	3,733	4,017
임대수익	366	367	367	366	308	308	308	307	1,467	1,232	1,035
LG CNS	12,114	14,602	15,223	19,357	13,035	15,549	16,428	21,043	61,296	66,055	70,994
D&O	802	647	670	801	842	679	704	841	2,920	3,066	3,219
지분법손익	4,821	929	2,233	-6,644	1,523	1,724	3,016	1,702	1,339	7,965	11,580
영업이익	6,380	2,769	4,189	-4,217	6,049	3,414	6,264	4,659	9,122	20,386	24,720
YoY	51.0%	-10.5%	-12.1%	적지	-5.2%	23.3%	49.5%	흑전	-5.7%	123.5%	21.3%
OPM	33.0%	15.4%	21.0%	-27.7%	35.6%	17.3%	28.5%	18.4%	12.6%	24.3%	26.6%
별도	3,486	406	1,671	409	3,467	410	1,680	521	5,971	6,078	6,128
LG CNS	789	1,408	1,202	2,120	939	1,383	1,548	2,354	5,519	6,224	6,828
D&O	101	-113	7	64	120	-103	21	82	59	119	184
지분법손익	4,821	929	2,233	-6,644	1,523	1,724	3,016	1,702	1,339	7,965	11,580

자료: LG, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] LG 지배구조도



자료: LG, 한화투자증권 리서치센터

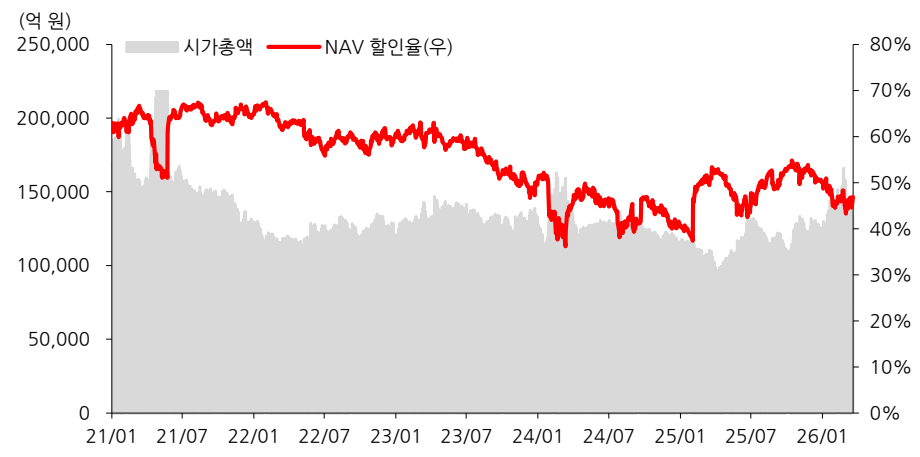
[표24] LG NAV Valuation

(단위: 억 원, 천 주, 원)

항목	구분	기업	시가총액	지분율	적정가치	비고
영업가치	브랜드로열티				37,329	26E 로열티 x 10배
영업가치 합계					37,329	
항목	구분	기업	시가총액	지분율	적정가치	비고
투자자산가치	상장사	LG전자	183,410	34.3%	62,910	
		LG화학	216,718	34.0%	73,684	
		LG생활건강	38,256	34.0%	13,007	
		LG유플러스	65,420	37.7%	24,663	
		LG CNS	61,135	50.0%	30,568	
		HSAD	1,405	35.0%	492	
	상장사 합계				205,323	
	구분	기업	장부가액	지분율	적정가치	비고
	비상장사	D&O	2,501	100.0%	2,501	장부가치
	비상장사 합계				2,501	
투자부동산				6,918		
투자자산가치 합계				149,410	상장사 50% 할인	
항목	적정가치	비고				
순현금	13,483	별도기준, 4Q25				
현금	13,483					
NAV	162,893					
주식 수	151,192	자사주 제외				
주당 NAV	107,739					

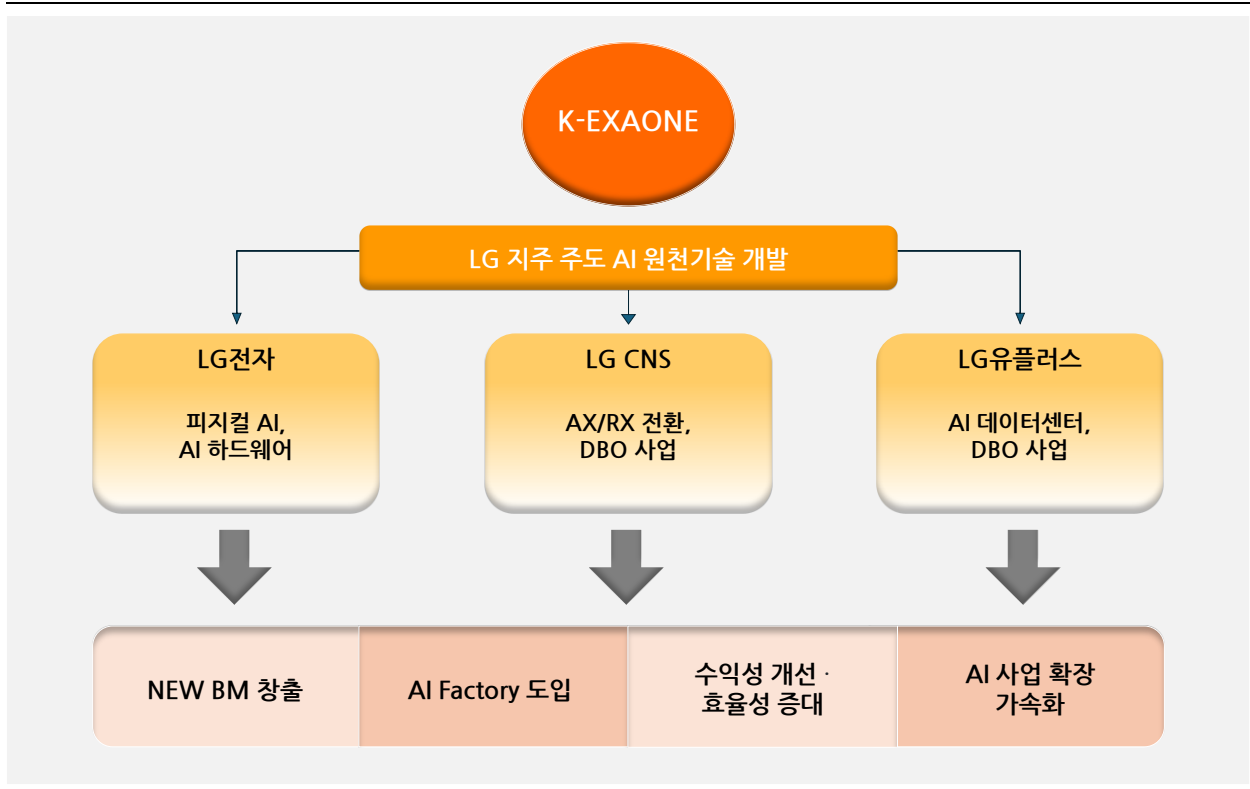
자료: LG, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] LG 시가총액 및 NAV 할인을 추이



자료: QuantWise, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] LG그룹 AI 사업 구조 및 시너지



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	7,445	7,176	7,253	8,406	9,286
매출총이익	2,006	1,429	1,354	1,172	1,339
영업이익	1,589	967	912	2,039	2,472
EBITDA	1,777	1,161	1,143	2,269	2,700
순이자손익	83	78	54	59	67
외화관련손익	8	35	-9	0	0
지분법손익	-4	-18	0	0	0
세전계속사업손익	1,618	1,007	1,335	2,098	2,539
당기순이익	1,414	790	1,000	1,573	1,904
지배주주순이익	1,261	575	737	1,337	1,619
증가율(%)					
매출액	3.6	-3.6	1.1	15.9	10.5
영업이익	-18.2	-39.2	-5.7	123.5	21.3
EBITDA	-16.2	-34.7	-1.5	98.5	19.0
순이익	-33.2	-44.1	26.5	57.3	21.0
이익률(%)					
매출총이익률	26.9	19.9	18.7	13.9	14.4
영업이익률	21.3	13.5	12.6	24.3	26.6
EBITDA 이익률	23.9	16.2	15.8	27.0	29.1
세전이익률	21.7	14.0	18.4	25.0	27.3
순이익률	19.0	11.0	13.8	18.7	20.5

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	883	1,361	1,015	1,596	1,847
당기순이익	1,414	790	1,000	1,573	1,904
자산상각비	188	194	231	230	228
운전자본증감	-295	134	-189	-6	-35
매출채권 감소(증가)	-145	-67	-20	-731	-213
재고자산 감소(증가)	-12	19	-15	-52	-10
매입채무 증가(감소)	25	-12	-119	778	188
투자현금흐름	-179	-66	-543	-213	-215
유형자산처분(취득)	-106	-101	-150	-120	-120
무형자산 감소(증가)	-26	-23	-13	-24	-24
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-976	-706	-342	-632	-478
차입금의 증가(감소)	-269	-24	-216	0	0
자본의 증가(감소)	-707	-702	-146	-632	-478
배당금의 지급	-527	-550	-746	-632	-478
총현금흐름	949	1,062	1,066	1,602	1,882
(-)운전자본증가(감소)	284	-226	-4	6	35
(-)설비투자	111	102	151	120	120
(+)자산매각	-21	-23	-12	-24	-24
Free Cash Flow	533	1,164	908	1,452	1,703
(-)기타투자	58	34	573	69	71
잉여현금	475	1,130	335	1,383	1,632
NOPLAT	1,389	759	683	1,529	1,854
(+) Dep	188	194	231	230	228
(-)운전자본투자	284	-226	-4	6	35
(-)Capex	111	102	151	120	120
OpFCF	1,181	1,077	767	1,634	1,927

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	5,199	5,064	5,698	7,232	8,608
현금성자산	2,712	2,704	3,351	4,102	5,256
매출채권	1,674	1,777	1,746	2,477	2,690
재고자산	70	51	66	118	128
비유동자산	25,054	26,575	28,285	28,267	28,254
투자자산	23,386	24,912	26,521	26,590	26,661
유형자산	1,525	1,546	1,656	1,572	1,489
무형자산	143	117	108	106	104
자산총계	30,253	31,639	33,983	35,499	36,863
유동부채	1,937	2,245	2,338	3,115	3,303
매입채무	1,476	1,533	1,408	2,186	2,373
유동성이자부채	21	230	333	333	333
비유동부채	1,299	1,262	1,310	1,344	1,379
비유동이자부채	582	488	453	453	453
부채총계	3,237	3,507	3,648	4,460	4,683
자본금	802	802	801	801	801
자본잉여금	2,968	2,968	3,137	3,137	3,137
이익잉여금	21,301	21,325	21,397	22,101	23,242
자본조정	1,059	1,989	3,374	3,374	3,374
자기주식	-354	-506	-250	-250	-250
자본총계	27,016	28,133	30,335	31,040	32,180

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	7,958	3,593	4,719	8,782	10,644
BPS	162,977	168,930	182,586	187,069	194,323
DPS	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
CFPS	5,920	6,624	6,782	10,187	11,972
ROA(%)	4.2	1.9	2.2	3.8	4.5
ROE(%)	4.9	2.2	2.6	4.6	5.4
ROIC(%)	43.1	24.6	23.3	52.4	64.2
Multiples(x, %)					
PER	10.8	24.2	18.4	9.9	8.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
PSR	1.8	1.9	1.9	1.6	1.5
PCR	14.5	13.1	12.8	8.5	7.3
EV/EBITDA	6.5	10.0	9.6	4.5	3.4
배당수익률	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
안정성(%)					
부채비율	12.0	12.5	12.0	14.4	14.6
Net debt/Equity	-7.8	-7.1	-8.5	-10.7	-13.9
Net debt/EBITDA	-118.7	-171.1	-224.4	-146.2	-165.5
유동비율	268.4	225.6	243.7	232.1	260.6
이자보상배율(배)	40.0	35.8	31.7	59.0	71.6
자산구조(%)					
투하자본	11.1	9.6	9.0	8.6	8.3
현금+투자자산	88.9	90.4	91.0	91.4	91.7
자본구조(%)					
차입금	2.2	2.5	2.5	2.5	2.4
자기자본	97.8	97.5	97.5	97.5	97.6



한화 (000880)

할인율 축소 트로이카(방산, 신재생, 히든밸류)

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 150,000원

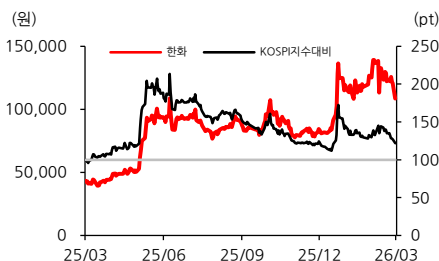
현재 주가(3/23)	108,600원
상승여력	▲38.1%
시가총액	81,405억원
발행주식수	74,959천주
52 주 최고가 / 최저가	139,200 / 39,400원
90 일 일평균 거래대금	774.85억원
외국인 지분율	17.9%
주주 구성	
한화에너지 (외 8 인)	55.9%
자사주 (외 1 인)	7.5%
국민연금공단 (외 1 인)	5.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.2	28.8	22.3	161.4
상대수익률(KOSPI)	-5.7	-2.5	-32.8	56.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	55,647	74,785	81,999	88,539
영업이익	2,416	4,147	6,223	8,035
EBITDA	4,018	6,505	8,684	10,682
지배주주순이익	773	372	1,060	1,441
EPS	10,090	4,671	14,951	20,442
순차입금	39,729	50,352	48,577	45,742
PER	10.8	23.3	7.3	5.3
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.1	9.1	6.6	5.1
배당수익률	0.7	1.0	1.0	1.0
ROE	7.2	3.3	8.6	10.7

주가 추이



지배구조 개편으로 히든 밸류 부각

한화는 건설과 무역업 등 자체사업을 영위하고, 한화에어로스페이스, 한화솔루션, 한화생명, 한화비전, 한화갤러리아 등 상장사와 한화모넨텀, 한화호텔앤드리조트 등 비상장사를 자회사로 두고 있는 한화그룹의 지배회사로 사실상의 지주회사의 역할을 수행하고 있다. 지난 1월에는 테크솔루션과 라이프솔루션 자회사를 지배하는 신설지주(가칭 한화머시너리엔서비스홀딩스)를 설립하는 인적분할을 결의하였다. 분할 비율은 약 존속(한화) 0.76 : 신설(신설지주) 0.24이며, 분할기일은 26년 7월 1일, 재상장 예정일은 7월 24일이다. 신설지주 설립 이후 현재 한화그룹의 주력사업인 방산/조선 등에 가려져 있던, 테크(반도체, 2차전지 장비), 라이프(호텔, 백화점), 로봇 등 사업의 가치가 부각될 수 있을 것으로 전망된다. 이들 사업은 AI와 인바운드 모멘텀으로 최근 시장의 관심이 확대되고 있는 사업들이다. 특히 백화점 재건축, 로봇 사업 확장 등 자본조달에 있어 신설지주의 역할이 부각될 수 있을 것으로 전망한다.

방산의 구조적 성장 수혜에 더해 신재생 에너지 회복 가능성

글로벌 분쟁 증가 등 파편화로 방산 산업의 구조적 성장이 나타나고 있다. 한화에어로스페이스 및 한화오션/한화시스템 등 손자회사를 중심으로 글로벌 파편화의 수혜를 누리고 있으며, 동사의 브랜드로열티와 배당수익 확장으로 연결되어 지주사 현금흐름 확대에 기여하고 있다. 최근 이란전쟁으로 유가의 변동성이 커지고 있다. 우주 태양광과 미국의 중국산 모듈에 대한 관세, 우회수출 규제 등으로 관심이 환기된 상황에서 유가 변동성 확대로 신재생에너지에 대한 투자 확대 가능성도 대두되고 있다. 한화솔루션의 태양광 사업이 부각될 수 있는 구간이다. 방산사업의 성장이 동사의 NAV 확장에 긍정적이나 자회사에 대한 수급 집중으로 할인율 확대 가능성이 있다. 이 같은 상황에서 신재생에너지 사업이 부각되며, 한화솔루션의 가치가 부각될 경우, 지주회사의 상대적 매력도 상승으로 할인율 축소가 가능할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 15만원 제시

한화에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 15만원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

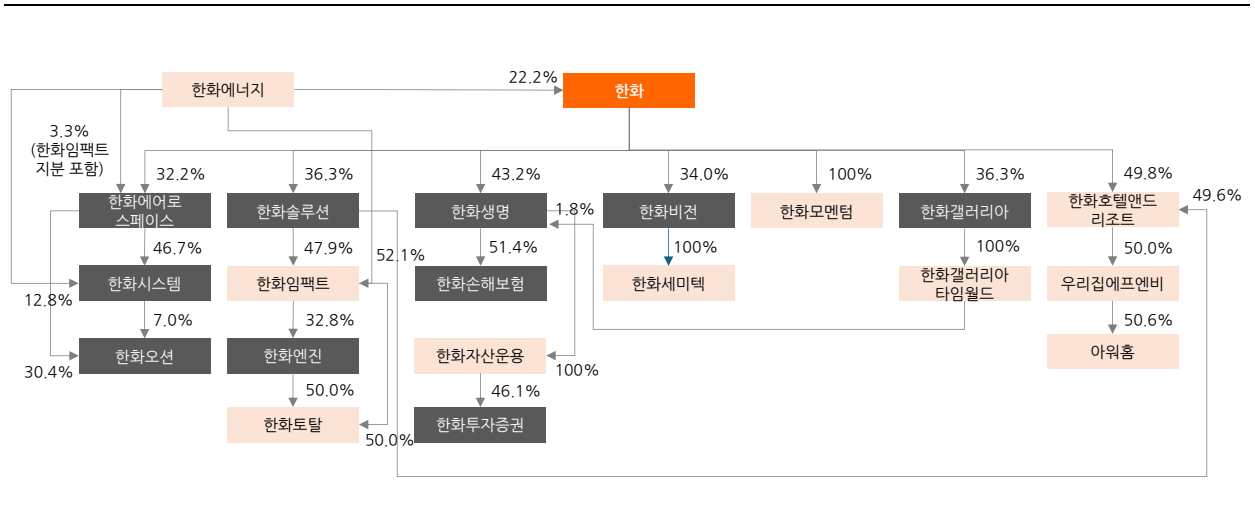
[표25] 한화 실적테이블

(단위: 억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	166,426	192,422	177,866	211,140	184,828	207,503	192,879	234,776	747,854	819,987	885,393
YoY	33.8%	48.1%	45.6%	17.3%	11.1%	7.8%	8.4%	11.2%	34.4%	9.6%	8.0%
별도	11,025	11,302	10,761	10,094	11,860	11,992	11,769	11,038	43,182	46,660	49,712
건설	6,536	7,376	7,040	6,153	6,863	7,745	7,744	6,768	27,105	29,120	31,306
글로벌	3,059	3,295	3,135	3,278	3,212	3,460	3,292	3,442	12,767	13,405	14,076
공통	1,430	631	587	663	1,786	788	733	828	3,311	4,134	4,330
한화에어로스페이스	54,842	63,110	64,865	83,261	63,478	72,761	75,260	95,221	266,078	306,719	343,556
한화솔루션	30,945	31,173	33,643	37,783	36,712	35,954	39,456	46,403	133,544	158,526	169,639
한화생명	64,550	77,901	58,470	73,442	67,778	81,796	61,394	77,114	274,364	288,082	302,486
영업이익	10,725	13,348	13,442	3,953	12,537	14,061	15,983	19,646	41,469	62,227	80,354
YoY	354.9%	152.5%	155.8%	-64.9%	16.9%	5.3%	18.9%	397.0%	71.6%	50.1%	29.1%
OPM	6.4%	6.9%	7.6%	1.9%	6.8%	6.8%	8.3%	8.4%	5.5%	7.6%	9.1%
별도	1,518	1,296	650	-120	1,838	874	814	884	3,344	4,410	4,691
건설	130	829	189	-456	206	232	232	203	692	874	939
글로벌	107	70	138	-68	96	104	99	103	247	402	422
공통	1,282	398	324	404	1,536	538	483	578	2,408	3,134	3,330
한화에어로스페이스	5,608	8,645	8,564	7,528	8,282	10,264	11,063	13,825	30,345	43,434	53,402
한화솔루션	303	1,021	-74	-4,783	-54	1,141	2,240	3,257	-3,533	6,584	13,632
한화생명	3,714	2,407	3,549	1,803	2,470	1,781	1,866	1,681	11,473	7,798	8,628

자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 한화 지배구조도



자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[표26] 한화 NAV Valuation

(단위: 억 원, 천 주, 원)

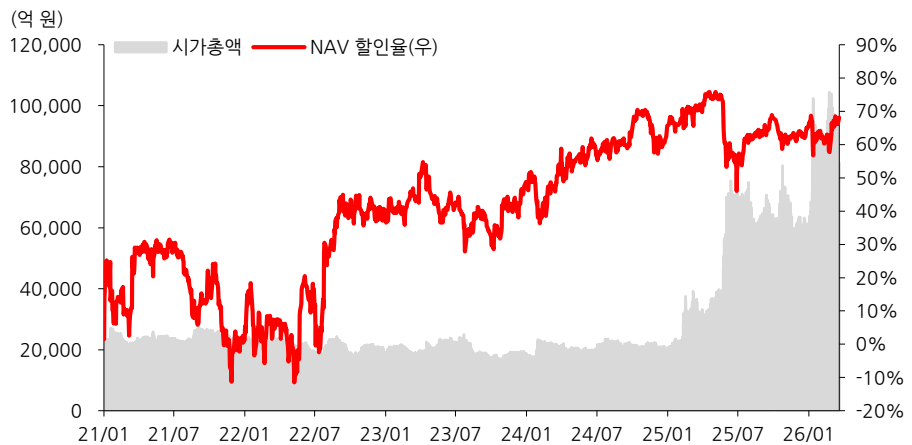
항목	구분	적정가치	비고
영업가치	별도사업	21,607	EV/EBITDA X6배, 배당수익 제외
영업가치 합계		21,607	

항목	구분	기업	시가총액	지분율	적정가치	비고	
투자자산가치	상장사	한화에어로스페이스	693,012	32.2%	223,150		
		한화솔루션	77,781	36.2%	28,157		
		한화생명	42,471	43.2%	18,364		
		한화비전	43,420	34.0%	14,763		
		한화갤러리아	4,953	36.2%	1,793		
	상장사 합계				286,227		
	비상장사	구분	기업	장부가액	지분율	적정가치	비고
		한화호텔&리조트	4,949	49.8%	4,949	26년 실적 전망치 * 10배	
	비상장사 합계					7,332	
투자자산가치 합계					150,445	상장사 50% 할인	

항목	적정가치	비고
순차입금	46,574	별도기준, 4Q25
차입금	47,876	
현금	1,303	
NAV	103,872	
주식 수	69,375	자사주 제외
주당 NAV	149,724	

자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 한화 시가총액 및 NAV 할인을 추이



자료: QuantiWise, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 한화 인적분할 및 기업가치 제고계획 개요

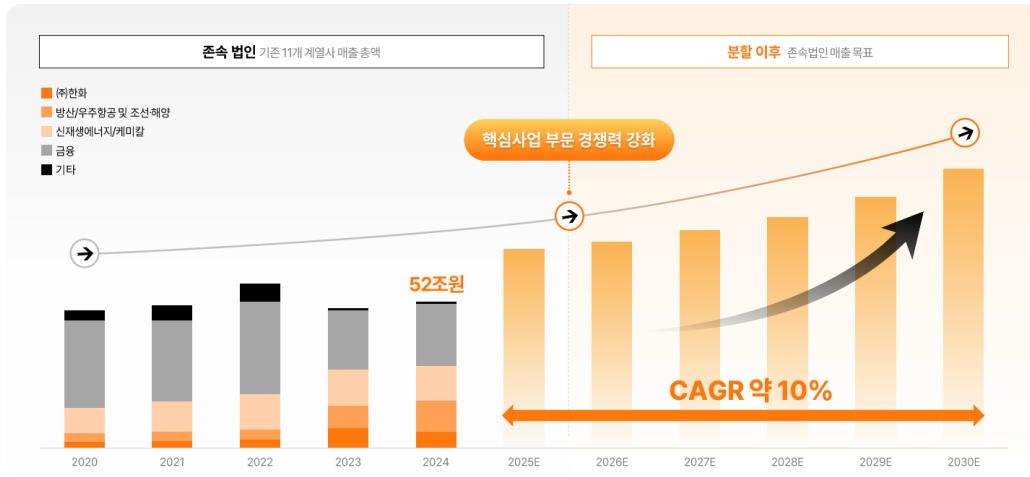
1. 인적분할/기업가치 제고계획 개요 (주)한화는 인적분할을 통해 사업포트폴리오를 최적화하여 복합기업 할인을 축소하고, 기업가치제고 계획을 토대로 지주사 할인을 축소하여 기업가치를 제고



자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 한화 존속법인 사업 매출 전망

3. 존속법인 사업: 매출 전망 방산/우주항공, 조선-해양, 신재생에너지/케미칼, 금융부문을 중심으로 2025년~2030년까지 연평균 성장률 약 10% 달성 목표



자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 한화 신설지주 사업 매출 전망

4. 신설지주 사업 : 매출 전망 '사람과 기계가 함께하는 Physical AI기업'이라는 비전 아래
 신설 지주 하 계열사들은 2025년~2030년 연평균 성장률 약 30% 달성 목표



자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[표27] 한화 인적분할 개요

구분	주요 내용	
인적분할 세부조건	분할 방식	인적 분할
	분할 비율	- 76%(존속) : 24%(신설) - 순자산 비율 고려
	분할 목적	- 각 부문 잠재 성장력 극대화 - 부문 간 시너지 극대화 - 지배구조 선진화
주요 일정	분할 이사회 결의	26.01.14
	분할 주주총회를 위한 주주확정일	26.04.23
	분할 승인 임시 주주총회	26.06.15
	분할 신주 배정 기준일	26.06.30
	분할기일	26.07.01
	(주)한화 변경상장, 신설 한화머시너리앤-서비스홀딩스 재상장(신규상장)일	26.07.24

자료: 한화, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	53,135	55,647	74,785	81,999	88,539
매출총이익	6,400	6,923	10,038	12,300	13,281
영업이익	2,412	2,416	4,147	6,223	8,035
EBITDA	3,966	4,018	6,505	8,684	10,682
순이자손익	-882	-932	-1,165	-1,176	-1,175
외화관련손익	0	83	-149	0	0
지분법손익	20	1,232	232	0	0
세전계속사업손익	2,247	2,068	2,011	5,047	6,861
당기순이익	1,636	1,690	1,992	3,533	4,803
지배주주순이익	380	773	372	1,060	1,441
증가율(%)					
매출액	4.4	4.7	34.4	9.6	8.0
영업이익	1.8	0.2	71.6	50.1	29.1
EBITDA	6.4	1.3	61.9	33.5	23.0
순이익	-18.6	3.4	17.8	77.4	35.9
이익률(%)					
매출총이익률	12.0	12.4	13.4	15.0	15.0
영업이익률	4.5	4.3	5.5	7.6	9.1
EBITDA 이익률	7.5	7.2	8.7	10.6	12.1
세전이익률	4.2	3.7	2.7	6.2	7.7
순이익률	3.1	3.0	2.7	4.3	5.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	3,793	6,881	8,320	8,074	9,134
당기순이익	1,636	1,690	1,992	3,533	4,803
자산상각비	1,554	1,602	2,358	2,461	2,647
운전자본증감	-2,381	-420	-571	-1,422	-430
매출채권 감소(증가)	-304	-1,277	-219	-1,102	-784
재고자산 감소(증가)	-1,054	-1,725	-2,615	-1,583	-1,436
매입채무 증가(감소)	64	-106	1,455	1,263	1,790
투자현금흐름	-6,668	-14,049	-12,800	-6,200	-6,200
유형자산처분(취득)	-4,132	-5,282	-5,533	-6,000	-6,000
무형자산 감소(증가)	-276	-272	-389	-200	-200
투자자산 감소(증가)	406	-8,758	-6,845	0	0
재무현금흐름	1,799	7,179	10,330	-99	-99
차입금의 증가(감소)	3,923	7,269	7,272	0	0
자본의 증가(감소)	-74	-258	-72	-99	-99
배당금의 지급	-74	-74	-72	-99	-99
총현금흐름	3,061	2,813	5,830	9,496	9,564
(-)운전자본증가(감소)	28,652	8,922	6,789	1,422	430
(-)설비투자	4,280	5,595	5,684	6,000	6,000
(+)자산매각	-128	41	-238	-200	-200
Free Cash Flow	-29,999	-11,663	-6,880	1,874	2,934
(-)기타투자	-23,606	-8,765	-6,184	0	0
잉여현금	-6,393	-2,899	-696	1,874	2,934
NOPLAT	1,756	1,975	4,108	4,356	5,625
(+) Dep	1,554	1,602	2,358	2,461	2,647
(-)운전자본투자	28,652	8,922	6,789	1,422	430
(-)Capex	4,280	5,595	5,684	6,000	6,000
OpFCF	-29,623	-10,940	-6,007	-605	1,842

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	60,512	83,305	105,999	110,459	115,514
현금성자산	9,548	12,737	19,520	21,296	24,131
매출채권	7,836	8,472	8,536	9,638	10,422
재고자산	7,750	13,464	16,070	17,653	19,089
비유동자산	149,227	168,927	183,330	186,356	189,910
투자자산	121,188	152,534	134,087	134,087	134,087
유형자산	22,994	31,821	37,085	41,080	44,879
무형자산	4,982	10,598	11,445	11,189	10,943
자산총계	209,738	252,232	289,329	296,816	305,423
유동부채	40,441	58,787	79,882	81,145	82,935
매입채무	10,269	13,551	20,742	22,005	23,795
유동성이자부채	20,598	28,262	40,236	40,236	40,236
비유동부채	136,099	153,667	161,012	166,274	171,750
비유동이자부채	16,652	24,204	29,637	29,637	29,637
부채총계	176,539	212,455	240,894	247,419	254,685
자본금	490	474	474	474	474
자본잉여금	1,355	1,793	2,090	2,090	2,090
이익잉여금	7,599	8,159	8,479	9,440	10,782
자본조정	1,348	333	797	797	797
자기주식	-7	-133	-133	-133	-133
자본총계	33,199	39,778	48,435	49,396	50,738

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	4,831	10,090	4,671	14,951	20,442
BPS	110,214	113,787	125,211	135,375	149,565
DPS	750	800	1,100	1,110	1,110
CFPS	31,268	29,743	61,653	100,422	101,135
ROA(%)	0.2	0.3	0.1	0.4	0.5
ROE(%)	3.5	7.2	3.3	8.6	10.7
ROIC(%)	5.6	4.3	6.8	6.5	7.8
Multiples(x, %)					
PER	5.3	10.8	23.3	7.3	5.3
PBR	0.2	1.0	0.9	0.8	0.7
PSR	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	0.8	3.7	1.8	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.7	12.1	9.1	6.6	5.1
배당수익률	2.9	0.7	1.0	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	531.8	534.1	497.4	500.9	502.0
Net debt/Equity	83.4	99.9	104.0	98.3	90.2
Net debt/EBITDA	698.6	988.7	774.1	559.4	428.2
유동비율	149.6	141.7	132.7	136.1	139.3
이자보상배율(배)	2.7	2.1	2.6	3.9	5.0
자산구조(%)					
투하자본	21.5	25.3	29.6	31.0	32.1
현금+투자자산	78.5	74.7	70.4	69.0	67.9
자본구조(%)					
차입금	52.9	56.9	59.1	58.6	57.9
자기자본	47.1	43.1	40.9	41.4	42.1



CJ (001040)

텐션 올리는 올리브영

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 280,000원

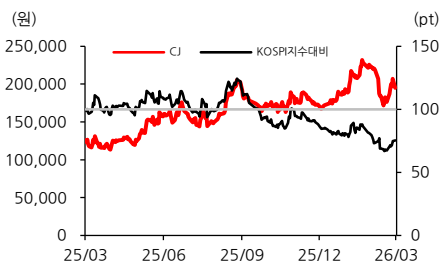
현재 주가(3/23)	194,900원
상승여력	▲43.7%
시가총액	56,866억원
발행주식수	29,177천주
52 주 최고가 / 최저가	232,000 / 113,500원
90 일 일평균 거래대금	292.66억원
외국인 지분율	15.6%
주주 구성	
이재현 (외 8인)	47.6%
국민연금공단 (외 1인)	13.4%
자사주 (외 1인)	7.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.2	13.4	-1.2	52.1
상대수익률(KOSPI)	-4.7	-17.9	-56.2	-52.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	43,647	44,576	43,755	46,740
영업이익	2,547	2,528	2,731	3,130
EBITDA	6,268	6,131	6,233	6,476
지배주주순이익	100	143	611	740
EPS	2,774	4,509	21,780	26,567
순차입금	14,739	19,479	17,863	16,591
PER	70.3	43.2	8.9	7.3
PBR	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	3.5	4.3	4.0	3.6
배당수익률	1.5	1.6	1.6	1.6
ROE	1.8	2.7	11.1	12.2

주가 추이



높은 비상장사 NAV 비중

CJ는 CJ그룹 최상단 지주회사로 CJ제일제당, ENM, 프레스웨이, CGV 등 상장사와 CJ올리브영과 푸드빌 등 비상장사를 지배하고 있는 순수 지주회사이다. 당사 NAV Valuation 관점에서 할인율 반영이 없는 비상장 자회사의 NAV 비중이 71%로 타 지주사에 비해 상대적으로 높다는 특징을 지녔다. CJ올리브영이 차지하는 NAV 비중이 69% 수준으로 사실상 절대적이다.

인바운드과 해외 진출 모멘텀 갖춘 올리브영

K뷰티에 대한 글로벌 관심 증대에 힘입어 CJ올리브영은 외국인 관광객의 필수 방문 코스로 자리잡았다. 이에 외국인 관광객의 증가에 힘입어 +20% YoY 이상의 외형 성장을 지속하고 있는 데, 26년에도 이 같은 성장세가 지속될 전망이다. 한일령의 수혜로 중국인 관광객의 방향키가 일본에서 한국으로 전환되며, 인바운드 관광객 증가가 예상되기 때문이다. 뿐만 아니라 올리브영은 미국 등 해외 진출을 26년부터 본격화할 예정이다. 이를 위해 최근 미국 캘리포니아에 현지 물류센터를 구축했고, 5월 1호점을 시작으로 26년 말까지 4호점 오픈을 추진 중에 있다. 또한 세포라와의 협력도 추진 중에 있는 데, 26년 하반기 북미와 아시아 6개국 세포라 매장 내에 K뷰티존 조성해 CJ올리브영이 기획 전반을 담당하는 방식이다. 해외 진출의 성과가 확인될 경우, 잠재성장을 확대해 밸류에이션의 확장을 기대해볼 수 있겠다. 올리브영뿐만 아니라 외식 프랜차이즈 자회사인 CJ푸드빌 역시, 뚜레쥬르를 중심으로 해외 사업 확장을 지속하고 있다. CJ푸드빌의 해외 사업 확장에 힘입어 푸드빌의 25년 매출액 성장률은 +12% YoY 성장하였다. 푸드빌의 해외 점포 수는 25년말 기준 345개점(+59개 YoY)으로 전체 점포 수 대비 비중이 20%(+3%p YoY)까지 확대되었다. 다만 해외 사업 확장 영향으로 OPM은 -1.2%p 감소했다. 푸드빌의 NAV 기여도 확대는 해외 사업 안정화 이후 수익성 개선이 나타나는 시점에 본격화되겠다.

투자의견 BUY, 목표주가 28만원 제시

CJ에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 28만원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

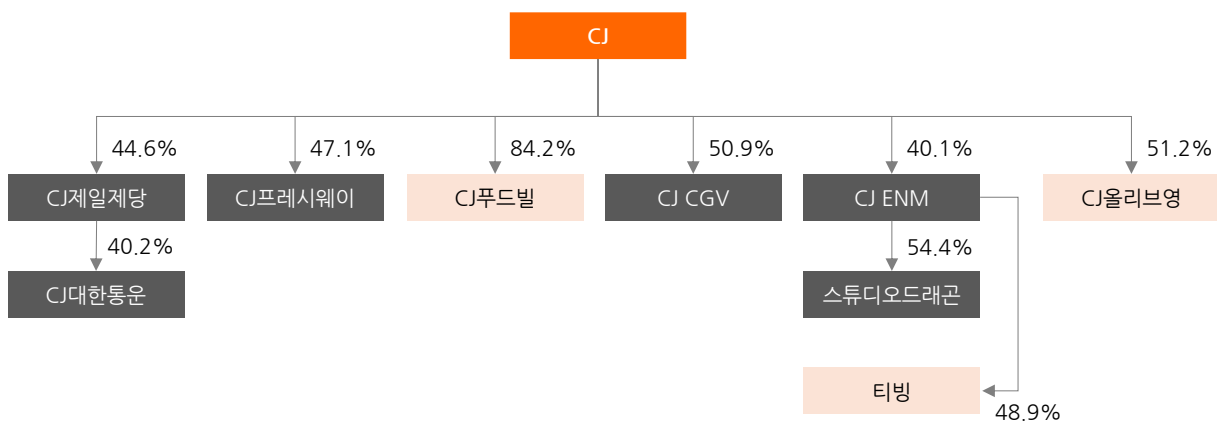
[표28] CJ 실적테이블

(단위: 억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	106,004	111,190	114,285	114,285	103,004	107,368	111,357	115,820	445,765	437,549	467,403
YoY	1.6%	4.1%	5.4%	-2.2%	-2.8%	-3.4%	-2.6%	1.3%	2.1%	-1.8%	6.8%
별도	507	1,117	428	570	565	1,167	466	478	2,621	2,675	2,779
브랜드로열티	267	297	312	455	324	335	349	363	1,331	1,371	1,460
배당	225	591	101	101	225	591	101	101	1,018	1,018	1,018
기타	15	229	15	14	16	240	16	15	273	287	301
CJ제일제당	72,085	72,372	74,395	75,671	69,072	68,368	71,273	72,419	294,522	281,132	291,647
CJ프레시웨이	7,986	8,833	9,012	8,980	8,587	9,645	9,914	10,019	34,811	38,166	41,116
CJENM	11,383	13,129	12,456	14,378	12,266	13,728	13,549	15,255	51,346	54,798	58,349
CJCGV	5,336	4,916	5,831	6,671	5,803	5,384	6,210	7,113	22,754	24,510	25,978
CJ올리브영	12,342	14,619	15,570	15,804	15,258	17,517	18,106	18,457	58,335	69,339	79,792
CJ푸드빌	2,298	2,394	2,651	2,865	2,453	2,559	2,840	3,078	10,208	10,929	11,742
영업이익	5,350	6,148	6,657	7,123	5,654	6,659	7,643	7,355	25,277	27,311	31,296
YoY	-7.1%	-6.7%	-0.7%	10.9%	5.7%	8.3%	14.8%	3.3%	-0.8%	8.0%	14.6%
OPM	5.0%	5.5%	5.8%	6.2%	5.5%	6.2%	6.9%	6.4%	5.7%	6.2%	6.7%
별도	274	624	208	358	282	583	233	239	1,465	1,338	1,389
CJ제일제당	3,332	3,491	3,465	3,385	2,808	2,839	3,727	3,551	13,673	12,925	14,635
CJ프레시웨이	106	274	336	300	132	332	365	324	1,017	1,152	1,273
CJENM	7	286	176	860	336	503	431	765	1,329	2,036	2,536
CJCGV	32	17	233	680	159	177	406	541	963	1,283	1,646
CJ올리브영									7,447	8,694	9,898
CJ푸드빌									501	482	518

자료: CJ, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] CJ 지배구조도



자료: CJ, 한화투자증권 리서치센터

[표29] CJ NAV Valuation

(단위: 억 원, 천 주, 원)

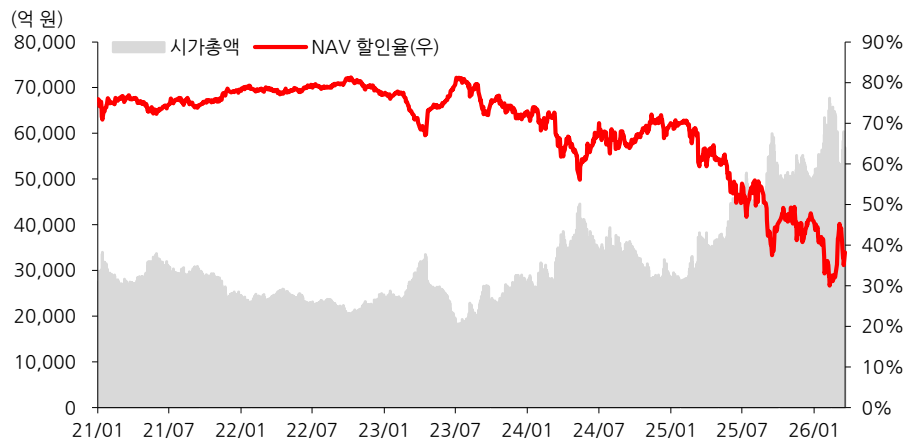
항목	구분	적정가치	비고
영업가치	브랜드로열티	13,706	26E 로열티 x 10배
영업가치 합계		13,706	

항목	구분	기업	시가총액	지분율	적정가치	비고
투자자산가치	상장사	C제일제당	31,162	44.6%	13,898	
		CENM	12,829	40.1%	5,144	
		C프레시웨이	3,674	47.1%	1,731	
		CJCGV	7,981	50.9%	4,062	
	상장사 합계				24,836	
	구분	기업	장부가액	지분율	적정가치	비고
투자자산가치	비상장사	C올리브영	97,809	51.2%	50,078	26년 실적 전망치 * 15배
		C푸드빌	2,700	84.2%	2,273	26년 실적 전망치 * 7배
	비상장사 합계				52,351	
투자부동산				398		
투자자산가치 합계					78,873	상장사 50% 할인

항목	적정가치	비고
순차입금	2,749	별도기준, 4Q25
차입금	2,999	
현금	250	
NAV	76,124	
주식 수	27,058	자사주 제외
주당 NAV	281,333	

자료: CJ, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] CJ 시가총액 및 NAV 할인을 추이



자료: QuantWise, 한화투자증권 리서치센터

[표30] CJ 올리브영 실적 테이블

(단위: 억 원)

기업명	항목	2023	2024	2025	2026E	2027E
CJ 올리브영	매출액	38,612	47,900	58,335	69,339	79,792
	YoY	39.0%	24.1%	21.8%	18.9%	15.1%
	영업이익	4,660	6,077	7,447	8,694	9,898
	YoY	69.8%	30.4%	22.5%	16.7%	13.8%
	OPM	12.1%	12.7%	12.8%	12.5%	12.4%
	순이익	3,473	4,789	5,547	6,521	7,424
	YoY	66.9%	37.9%	15.8%	17.6%	13.8%
	NPM	9.0%	10.0%	9.5%	9.4%	9.3%

자료: CJ, 한화투자증권 리서치센터

[표31] CJ푸드빌 실적 테이블

(단위: 억 원)

기업명	항목	2023	2024	2025	2026E	2027E
CJ 푸드빌	매출액	8,447	9,092	10,208	10,929	11,742
	YoY	11.2%	7.6%	12.3%	7.1%	7.4%
	영업이익	453	556	501	482	518
	YoY	74%	23%	-10%	-4%	7%
	OPM	5.4%	6.1%	4.9%	4.4%	4.4%
	순이익	358	478	383	386	414
	YoY	25.6%	33.5%	-19.9%	0.7%	7.4%
	NPM	4.2%	5.3%	3.8%	3.5%	3.5%

자료: CJ, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	41,353	43,647	44,576	43,755	46,740
매출총이익	11,397	12,624	12,882	12,689	13,555
영업이익	2,039	2,547	2,528	2,731	3,130
EBITDA	5,099	6,268	6,131	6,233	6,476
순이자손익	-757	-796	-233	-932	-932
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	255	47	90	80	80
세전계속사업손익	986	709	578	1,879	2,278
당기순이익	525	151	143	1,221	1,480
지배주주순이익	195	100	143	611	740
증가율(%)					
매출액	1.0	5.5	2.1	-1.8	6.8
영업이익	-5.3	24.9	-0.8	8.0	14.6
EBITDA	-4.9	22.9	-2.2	1.7	3.9
순이익	-23.6	-71.2	-5.7	756.3	21.2
이익률(%)					
매출총이익률	27.6	28.9	28.9	29.0	29.0
영업이익률	4.9	5.8	5.7	6.2	6.7
EBITDA 이익률	12.3	14.4	13.8	14.2	13.9
세전이익률	2.4	1.6	1.3	4.3	4.9
순이익률	1.3	0.3	0.3	2.8	3.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	5,017	4,831	3,988	4,039	3,694
당기순이익	525	151	143	1,221	1,480
자산상각비	3,060	3,721	3,604	3,502	3,346
운전자본증감	249	-967	-799	-77	-398
매출채권 감소(증가)	124	-397	51	-68	-348
재고자산 감소(증가)	277	386	-466	-47	-244
매입채무 증가(감소)	-299	-449	111	38	194
투자현금흐름	-2,365	-2,188	-3,305	-2,320	-2,320
유형자산처분(취득)	-1,345	-973	-1,920	-1,200	-1,200
무형자산 감소(증가)	-1,458	-1,302	-1,185	-1,200	-1,200
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-2,974	-3,217	-949	-103	-103
차입금의 증가(감소)	-1,933	-981	195	0	0
자본의 증가(감소)	-316	-264	-101	-103	-103
배당금의 지급	-316	-264	-101	-103	-103
총현금흐름	5,229	6,218	5,302	4,116	4,093
(-)운전자본증가(감소)	-435	627	2,559	77	398
(-)설비투자	1,479	1,345	2,020	1,200	1,200
(+)자산매각	-1,324	-930	-1,085	-1,200	-1,200
Free Cash Flow	2,861	3,316	-362	1,639	1,294
(-)기타투자	-252	253	-1,560	-80	-80
잉여현금	3,113	3,063	1,198	1,719	1,374
NOPLAT	1,085	543	623	1,775	2,034
(+) Dep	3,060	3,721	3,604	3,502	3,346
(-)운전자본투자	-435	627	2,559	77	398
(-)Capex	1,479	1,345	2,020	1,200	1,200
OpFCF	3,101	2,292	-352	4,000	3,782

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	14,584	14,690	13,945	15,676	17,540
현금성자산	4,505	4,172	3,702	5,318	6,590
매출채권	4,587	4,925	5,027	5,094	5,443
재고자산	3,170	3,082	3,515	3,562	3,806
비유동자산	32,620	32,807	33,848	32,745	31,799
투자자산	10,170	10,268	11,052	11,052	11,052
유형자산	14,306	14,313	14,661	13,700	12,873
무형자산	8,144	8,226	8,134	7,994	7,874
자산총계	47,204	47,497	47,793	48,421	49,339
유동부채	15,637	17,297	17,592	17,630	17,823
매입채무	5,533	5,363	2,793	2,831	3,024
유동성이자부채	7,484	9,333	12,461	12,461	12,461
비유동부채	13,674	12,453	12,902	12,985	13,071
비유동이자부채	11,039	9,578	10,719	10,719	10,719
부채총계	29,311	29,751	30,494	30,614	30,894
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	4,063	4,038	4,073	4,582	5,219
자본조정	279	249	12	12	12
자기주식	-148	-148	-148	-148	-148
자본총계	17,893	17,746	17,299	17,807	18,445

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,007	2,774	4,509	21,780	26,567
BPS	154,609	153,068	147,400	161,649	179,530
DPS	3,000	3,000	3,060	3,060	3,060
CFPS	146,632	174,358	148,672	115,406	114,761
ROA(%)	0.4	0.2	0.3	1.3	1.5
ROE(%)	3.6	1.8	2.7	11.1	12.2
ROIC(%)	3.7	1.9	2.0	5.4	6.3
Multiples(x, %)					
PER	32.4	70.3	43.2	8.9	7.3
PBR	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
PCR	1.3	1.1	1.3	1.7	1.7
EV/EBITDA	4.1	3.5	4.3	4.0	3.6
배당수익률	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	163.8	167.6	176.3	171.9	167.5
Net debt/Equity	78.3	83.1	112.6	100.3	89.9
Net debt/EBITDA	274.9	235.1	317.7	286.6	256.2
유동비율	93.3	84.9	79.3	88.9	98.4
이자보상배율(배)	2.2	2.6	9.1	2.5	2.8
자산구조(%)					
투하자본	66.2	67.2	69.5	66.5	64.3
현금+투자자산	33.8	32.8	30.5	33.5	35.7
자본구조(%)					
차입금	50.9	51.6	57.3	56.6	55.7
자기자본	49.1	48.4	42.7	43.4	44.3

코오롱 (002020)

주목할 포인트가 널린 지주회사



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 90,000원

현재 주가(3/23)	50,600원
상승여력	▲77.9%
시가총액	6,531억원
발행주식수	12,908천주
52 주 최고가 / 최저가	70,700 / 20,500원
90 일 일평균 거래대금	49.35억원
외국인 지분율	11.7%

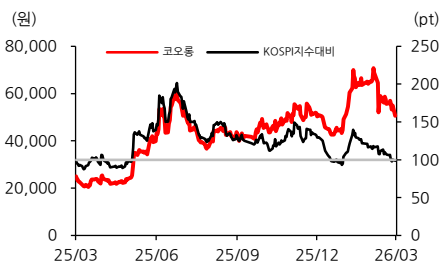
주주 구성	
이우열 (외 6 인)	50.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-22.4	-1.9	15.7	96.1
상대수익률(KOSPI)	-14.9	-33.2	-39.4	-8.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	6,028	5,886	6,578	6,931
영업이익	-90	61	304	359
EBITDA	8	152	394	450
지배주주순이익	170	-158	65	83
EPS	13,437	-12,603	5,119	6,533
순차입금	2,258	2,464	2,544	2,578
PER	3.8	-4.0	9.9	7.7
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	352.8	20.6	8.2	7.3
배당수익률	1.1	1.1	1.1	1.1
ROE	12.5	-9.7	4.0	4.9

주가 추이



바이오, 소재, 소비재 등 포트폴리오 보유

코오롱은 코오롱그룹의 최상단 지주회사로 인터스트리, 티슈진, 생명과학, 글로벌 등 상장 자회사와 모빌리티그룹, 스페이스웍스 등 비상장 자회사를 포트폴리오로 보유하고 있다. 모빌리티그룹은 지난해 8월 주식교환을 통해 완전 자회사화하였다. 관계회사로는 중국에서 아웃도어 의류업을 영위하는 Kolon Sport China(이하 KSC)가 있다. 해당 법인의 주주구성은 Anta 50%, 코오롱 25%, 코오롱인더 25%이다. 스페이스웍스는 그룹 내 분산된 첨단복합소재 기업을 통합하여 설립되었으며, 우주/방산/모빌리티 분야의 첨단소재를 개발 중이다. 출범 이후 현대차그룹으로부터 200억원 규모의 전략적 투자를 유치한 바 있다.

깎고 앓은 것이 많은 지주회사

골관절염 치료제인 TG-C 개발을 진행 중인 코오롱티슈진의 시가총액만 8조원으로 해당 지분가치(39%)만 3.4조원 수준에 해당한다. 현재 미국에서 TG-C에 대해 임상 3상을 진행 중이며, 26년 임상을 종료하고, 27년 FDA 품목허가를 신청한다는 계획이다. KSC의 가치에 대해서도 주목이 필요하다. 당사는 KSC의 기업가치를 보수적으로 5.6조원으로 산정하며, 이에 따른 코오롱이 보유한 지분가치는 1.4조원 수준이다. 아웃도어 의류가 개화 중인 중국에서 Anta Sports의 유통망과 운영 노하우를 바탕으로 아웃도어 주요 브랜드로 자리잡았다. KSC는 25년 매출액은 9,165억원(+82% YoY), 순이익 1,771억원(+149% YoY)를 기록하였는데, 이는 중국 내에서 아크테릭스를 중심으로 경쟁력을 보여주고 있는 Anta의 자회사 Amer Sports의 성장(25년 전사 +27% YoY, 중국 +43% YoY)을 능가하는 수준이다. 26년에는 매출액 13,566억원(+48% YoY), 순이익 3,030억원(+71% YoY)를 기록할 전망이다. KSC의 기업 가치 산정 시 P/E 20배를 산정하였는데, 현재 Amer는 30배 수준에서 거래되고 있다.

투자 의견 BUY, 목표주가 9만원 제시

코오롱에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 9만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 임상 결과에 따라 변동성이 야기될 수 있는 티슈진에 대해서는 가치를 배제하고 KSC에 대해서는 비지배지분이기에 50% 할인하여 보수적으로 산정하였다.

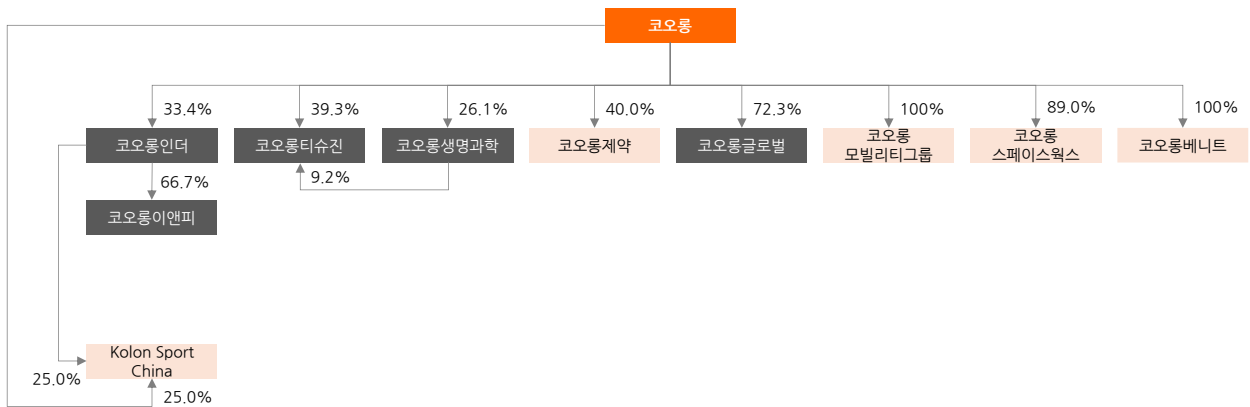
[표32] 코오롱 실적테이블

(단위: 억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	14,481	14,656	14,399	15,325	15,806	16,890	15,959	17,129	58,861	65,783	69,314
YoY	4.0%	-3.0%	-3.7%	-6.0%	9.1%	15.2%	10.8%	11.8%	-2.4%	11.8%	5.4%
별도	404	176	201	180	390	147	206	183	962	926	943
배당수익	281	0	93	65	281	0	93	65	439	439	439
임대수익	38	38	39	39	39	39	40	40	154	157	161
브랜드로열티	85	138	70	76	71	108	73	77	369	330	344
코오롱글로벌	6,440	7,344	6,074	6,986	7,406	8,446	6,985	8,034	26,845	30,871	32,415
코오롱모빌리티그룹	5,463	5,903	6,177	5,959	5,737	6,199	6,486	6,257	23,503	24,678	25,912
코오롱베니트	1,318	1,160	1,375	1,628	1,384	1,218	1,444	1,710	5,481	5,756	6,043
지분법이익	271	233	289	-150	388	380	339	445	643	1,552	2,000
영업이익	397	421	676	-888	997	848	980	214	605	3,038	3,588
YoY	55.3%	197.7%	흑전	적지	151.3%	101.4%	45.0%	흑전	흑전	402.2%	18.1%
OPM	2.7%	2.9%	4.7%	-5.8%	6.3%	5.0%	6.1%	1.2%	1.0%	4.6%	5.2%
별도	321	-6	117	89	310	67	126	103	522	606	623
코오롱글로벌	96	191	277	-525	346	441	527	-275	39	1,039	1,091
코오롱모빌리티그룹	68	91	113	-38	115	124	130	125	234	494	518
코오롱베니트	36	34	56	16	38	35	59	16	141	148	156
지분법이익	271	233	289	-150	388	380	339	445	643	1,552	2,000

자료: 코오롱, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 코오롱 지배구조도



자료: 코오롱, 한화투자증권 리서치센터

[표33] 코오롱 NAV Valuation

(단위: 억 원, 천 주, 원)

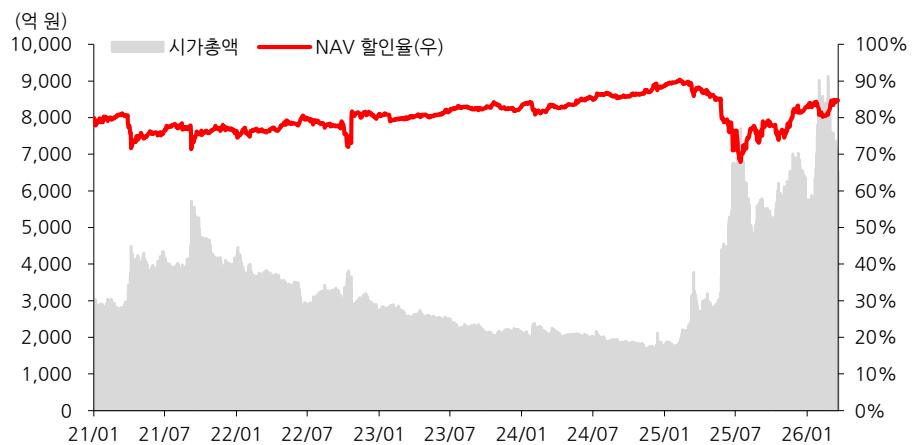
항목	구분	적정가치	비고
영업가치	브랜드로열티	3,297	26E 로열티 x 10배
영업가치 합계		3,297	

항목	구분	기업	시가총액	지분율	적정가치	비고	
투자자산가치	상장사	코오롱인더	19,511	30.4%	5,931		
		코오롱티슈진	75,847	39.0%	29,580		
		코오롱생명과학	7,056	26.1%	1,842		
		코오롱글로벌	2,647	71.6%	1,895		
	상장사 합계				39,249		
	비상장사	구분	기업	장부가액	지분율	적정가치	비고
		비상장사	Kolon Sport China	55,594	25.0%	6,949	26년 실적 전망치 * 20배 * 의결권 가치 50% 할인
			코오롱스페이스웍스	1,818	89.0%	1,618	현대차그룹 투자유치 가치
			코오롱모빌리티그룹	2,268	96.4%	2,268	장부가치
	비상장사 합계				10,835		
투자부동산					3,095		
투자자산가치 합계					22,062	상장사 50% 할인(티슈진 가치 제외)	

항목	적정가치	비고
순차입금	10,253	별도기준, 4Q25
차입금	10,298	
현금	45	
NAV	11,809	
주식 수	12,899	자사주 제외
주당 NAV	91,545	

자료: 코오롱, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 코오롱 시가총액 및 NAV 할인을 추이



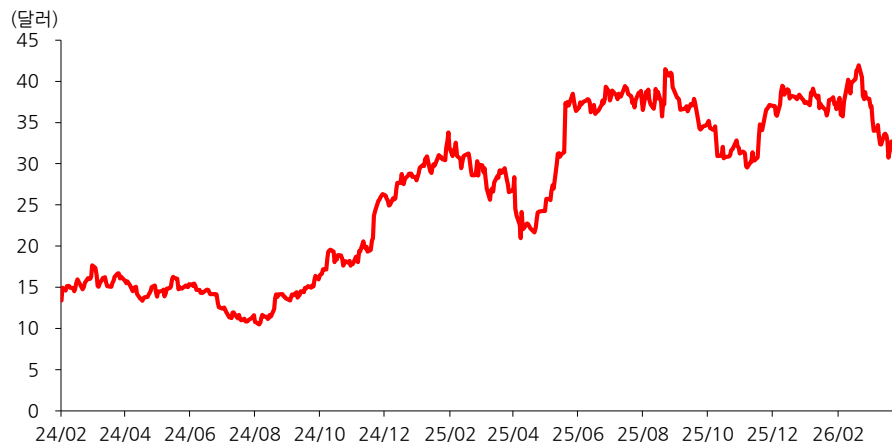
자료: QuantiWise, 한화투자증권 리서치센터

[표34] 코오롱티슈진 FDA 품목허가 신청 로드맵

FDA 임상 3상	내용	타임라인
TG-C 15302 (등록 환자: 531명)	마지막 환자 2년 관찰 완료	2026년 3월
	Top Line Data 발표	2026년 7월
	임상결과보고서 (Clinical Study Report)	2026년 10월
TG-C 12301 (등록 환자: 535명)	마지막 환자 2년 관찰 완료	2026년 7월
	Top Line Data 발표	2026년 10월
	임상결과보고서 (Clinical Study Report)	2026년 12월 ~ 2027년 1월

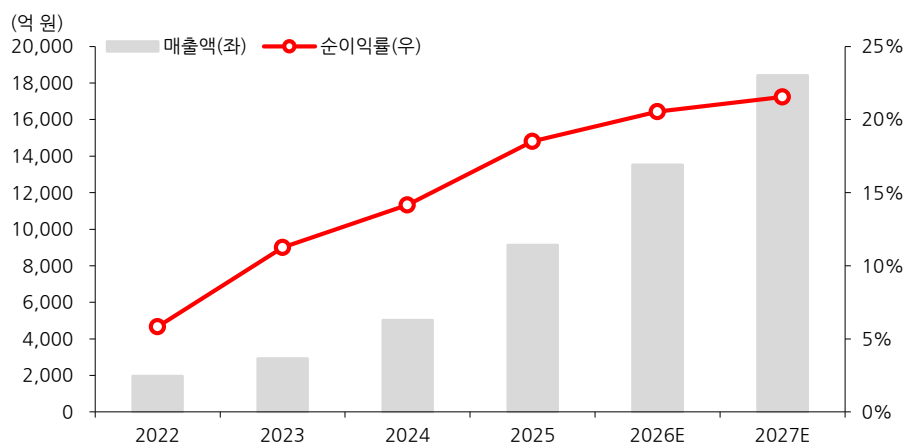
자료: 코오롱티슈진, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] Amer Sports 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] Kolon Sport China 매출액과 순이익률 추이 및 전망



자료: 코오롱, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	5,878	6,028	5,886	6,578	6,931
매출총이익	466	367	472	527	555
영업이익	99	-90	61	304	359
EBITDA	183	8	152	394	450
순이자손익	-91	-144	-128	-103	-103
외화관련손익	-2	-22	-3	0	0
지분법손익	-3	289	0	0	0
세전계속사업손익	22	214	-371	201	256
당기순이익	15	158	-297	131	166
지배주주순이익	9	170	-158	65	83
증가율(%)					
매출액	3.9	2.6	-2.4	11.8	5.4
영업이익	-68.7	적전	흑전	402.2	18.1
EBITDA	-53.2	-95.4	1,728.7	158.8	14.0
순이익	-92.1	924.4	적전	흑전	27.3
이익률(%)					
매출총이익률	7.9	6.1	8.0	8.0	8.0
영업이익률	1.7	-1.5	1.0	4.6	5.2
EBITDA 이익률	3.1	0.1	2.6	6.0	6.5
세전이익률	0.4	3.6	-6.3	3.1	3.7
순이익률	0.3	2.6	-5.0	2.0	2.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	-107	-187	-208	128	173
당기순이익	15	158	-297	131	166
자산상각비	84	98	92	91	91
운전자본증감	-210	-165	-73	-53	-28
매출채권 감소(증가)	-77	29	-114	-130	-68
재고자산 감소(증가)	-43	-98	13	-41	-21
매입채무 증가(감소)	174	-83	49	118	62
투자현금흐름	-210	-35	-152	-200	-200
유형자산처분(취득)	-58	292	-45	-80	-80
무형자산 감소(증가)	-2	-74	-116	-120	-120
투자자산 감소(증가)	89	-75	106	0	0
재무현금흐름	359	224	217	-8	-8
차입금의 증가(감소)	380	228	152	0	0
자본의 증가(감소)	-22	-11	-8	-8	-8
배당금의 지급	-10	-11	-8	-8	-8
총현금흐름	207	127	-18	181	200
(-)운전자본증가(감소)	93	320	-178	53	28
(-)설비투자	64	111	60	80	80
(+)자산매각	4	330	-102	-120	-120
Free Cash Flow	54	25	-2	-72	-27
(-)기타투자	356	23	347	0	0
잉여현금	-302	1	-349	-72	-27
NOPLAT	66	-67	44	197	233
(+) Dep	84	98	92	91	91
(-)운전자본투자	93	320	-178	53	28
(-)Capex	64	111	60	80	80
OpFCF	-7	-401	254	155	216

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	2,026	2,343	1,992	2,084	2,139
현금성자산	543	474	287	208	173
매출채권	1,041	1,128	1,106	1,236	1,304
재고자산	292	396	348	389	410
비유동자산	3,206	4,698	5,010	5,119	5,228
투자자산	2,441	2,698	3,023	3,023	3,023
유형자산	594	857	800	796	792
무형자산	169	1,143	1,187	1,301	1,413
자산총계	5,231	7,040	7,002	7,204	7,367
유동부채	2,631	3,061	3,463	3,582	3,643
매입채무	1,037	947	1,005	1,123	1,185
유동성이자부채	1,320	1,686	2,073	2,073	2,073
비유동부채	1,290	1,631	1,313	1,338	1,365
비유동이자부채	976	1,047	678	678	678
부채총계	3,921	4,693	4,776	4,920	5,008
자본금	69	69	69	69	69
자본잉여금	373	366	332	332	332
이익잉여금	677	819	700	758	834
자본조정	-46	400	400	400	400
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,311	2,348	2,226	2,284	2,359

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	627	13,437	-12,603	5,119	6,533
BPS	78,295	120,681	116,796	121,006	126,519
DPS	550	550	550	550	550
CFPS	15,119	9,249	-1,311	13,231	14,625
ROA(%)	0.2	2.8	-2.3	0.9	1.1
ROE(%)	0.8	12.5	-9.7	4.0	4.9
ROIC(%)	3.9	-2.6	1.4	6.2	7.1
Multiples(x, %)					
PER	80.7	3.8	-4.0	9.9	7.7
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	3.3	5.5	-38.6	3.8	3.5
EV/EBITDA	13.3	352.8	20.6	8.2	7.3
배당수익률	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
안정성(%)					
부채비율	299.2	199.9	214.5	215.4	212.3
Net debt/Equity	133.9	96.2	110.7	111.4	109.3
Net debt/EBITDA	959.2	27,098.3	1,617.2	644.9	573.5
유동비율	77.0	76.5	57.5	58.2	58.7
이자보상배율(배)	0.8	n/a	0.4	2.4	2.9
자산구조(%)					
투하자본	38.4	50.7	48.5	50.2	51.3
현금+투자자산	61.6	49.3	51.5	49.8	48.7
자본구조(%)					
차입금	63.7	53.8	55.3	54.6	53.8
자기자본	36.3	46.2	44.7	45.4	46.2

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 3월 24일)

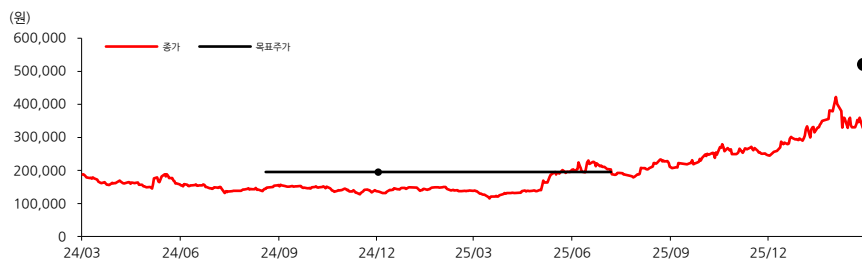
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화는 당사와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률"에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK주가와 목표주가 추이]



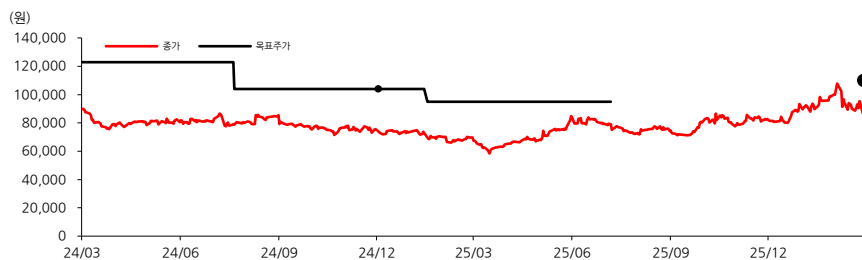
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.09.12	2024.09.12	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		임수진	195,000	195,000	195,000	195,000
일 시	2024.11.18	2024.12.24	2025.03.28	2026.03.24	2026.03.24	
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy	
목표가격	195,000	195,000	195,000	이진협	520,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.09.12	Buy	195,000	-18.70	17.95
2026.03.24	Buy	520,000		

[LG 주가와 목표주가 추이]



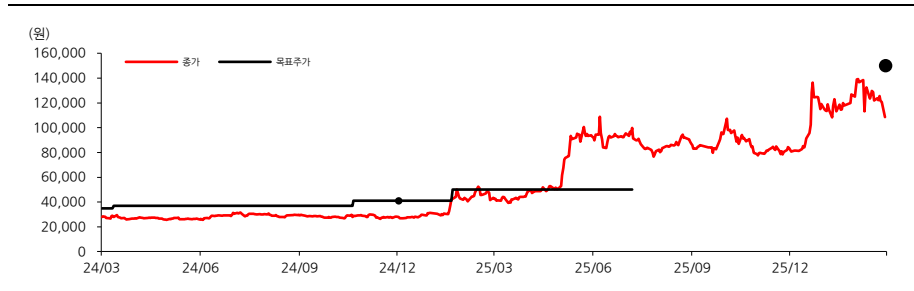
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.05.14	2024.06.04	2024.08.14	2024.08.30	2024.11.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		123,000	123,000	104,000	104,000	104,000
일 시	2024.12.02	2025.02.10	2026.03.24	2026.03.24		
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy		
목표가격	104,000	95,000	이진협	110,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.08.14	Buy	104,000	-25.85	-17.50
2025.02.10	Buy	95,000	-20.09	-1.58
2026.03.24	Buy	110,000		

[한화 주가와 목표주가 추이]



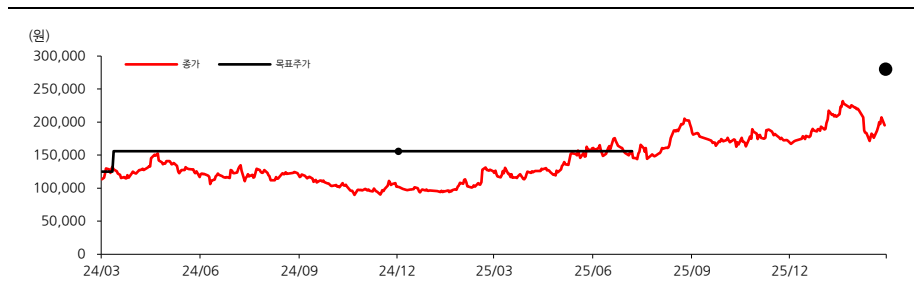
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.04.05	2024.04.05	2024.05.22	2024.05.31	2024.06.04
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	39,883	임수진	37,000	37,000	37,000	37,000
일 시	2024.07.05	2024.07.26	2024.07.29	2024.08.09	2024.08.23	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
일 시	2024.11.05	2024.11.07	2024.11.14	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	37,000	37,000	41,000	41,000	41,000	41,000
일 시	2025.02.14	2025.02.28	2026.03.24	2026.03.24		
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy		
목표가격	50,000	50,000	이진협	150,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.05	Buy	37,000	-24.02	-15.00
2024.11.14	Buy	41,000	-29.03	2.80
2025.02.14	Buy	50,000	58.04	173.00
2026.03.24	Buy	150,000		

[CI 주가와 목표주가 추이]



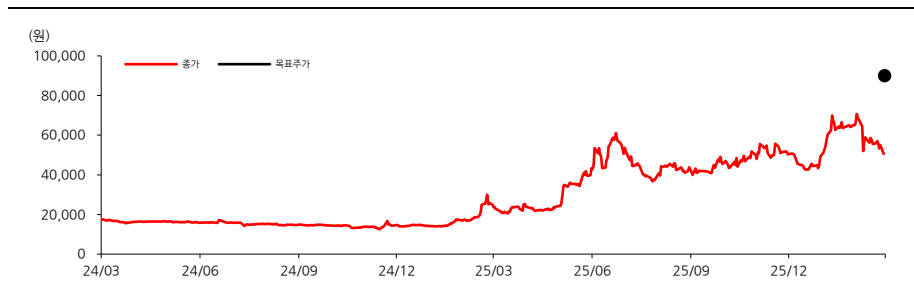
[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.04.05	2024.05.27	2024.05.31	2024.06.04	2024.07.26
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		156,000	156,000	156,000	156,000	156,000
일 시	2024.08.02	2024.08.21	2024.08.30	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	156,000	156,000	156,000	156,000	156,000	156,000
일 시	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27	2025.03.28	2026.03.24	2026.03.24
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표 가격	156,000	156,000	156,000	156,000	이진협	280,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.05	Buy	156,000	-26.80	-2.12
2026.03.24	Buy	280,000		

[코오롱 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2026.03.24	2026.03.24				
투자 의견	담당자변경	Buy				
목표 가격	이진협	90,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2026.03.24	Buy	90,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%